



东亚前海：通胀高企，黄金价格有望上行

核心观点

黄金具备资产及商品双重属性。黄金在金融、金饰等领域有广泛应用。从资产属性来看，近年来黄金的金融地位重新受到各主权国家的重视，2000-2020年间中国黄金储备提高了1553.3吨，土耳其黄金储备提高了600.0吨，印度黄金储备提高了318.9吨。从商品属性来看，黄金的实物需求主要来自于金饰以及科技两个领域。其中金饰需求占比较大，2021年黄金的金饰需求达2220.9吨，较2020年同比提高约67.3%，中国黄金需求全球领先，2021年中国金饰需求量达700.6吨。

实际利率长期低位，为黄金上涨创造条件。2000年至今，COMEX黄金与实际利率呈现出高度相关的趋势，相关系数达-0.91。美国国债长期平均实际利率从2018年10月以来持续下降。截至2022年2月15日，实际利率为0.05%，尽管较前期有所回升，但实际利率仍处较低水平。实际利率的持续低位运行为黄金价格上涨创造了充分的条件。

通胀高企，助推金价上涨。2022年1月，美国CPI同比增长7.5%，创出了40年以来的新高，并且仍处在上行通道中。通货膨胀的产生主要因为前期宽松的货币政策和财政政策。在政策刺激下，大宗商品供不应求加剧，价格持续上涨。截至2022年2月14日，WTI原油期货结算价报95.46美元/桶，同比上涨58.7%。预期未来经济复苏、政策宽松难以在短期内结束，大宗商品上涨将助推通货膨胀进一步上升，黄金抗通胀需求增加，黄金价格有望进一步上行。

外部风险犹存，不确定性支撑黄金价格。首先，欧密克戎的蔓延正在使全球新增感染人数经历第四波爆发。截至2022年02月24日，全球当日新增新冠肺炎确诊病例人数达147.58万例。在全球疫情持续蔓延的背景下，未来经济形势的不确定性依然存在。其次，乌克兰问题呈现出了持续升级的态势，乌克兰全境进入战时状态，全球权益市场波动有所上行。截至2022年2月24日，VIX指数2022年均值为24.19点，高于2021年全年19.67点。整体市场波动情况仍相对较高，全球经济的不确定性或将对黄金价格带来一定支撑。

不惧加息，黄金有望逆势坚挺。复盘历史，1980年以来美国的6次加息中半数的情况黄金价格出现了上涨。预期在三点因素的催化下，本次加息对金价影响或将有限：**第一**，宏观经济脆弱，加息抑制经济复苏。高通胀下，美国加息预期强烈，截至2022年2月24日，美国10年期国债收益率1.96%，已较年初上行0.44pct。利率的快速上行将不利于经济的复苏。**第二**，通胀高企，预期加息影响有限。在过去6次加息期间，美国CPI的同比增速分别提高了0.7%、4.0%、0.3%、1.1%、1.0%和1.7%，因此加息对通胀难以产生本质影响。**第三**，加息预期提前消化，利空因素逐步释放。过去的6次加息中，黄金在加息后一年、半年以及一个月内的平均涨跌幅分别为6.67%、7.81%以及0.02%，市场抢跑效应明显。因此，加息等利空因素提前释放，加息落地后黄金有望持续坚挺。

投资建议

黄金板块持续景气下相关企业或将受益，如：紫金矿业、赤峰黄金、银泰黄金、山东黄金、中金黄金等。

风险提示

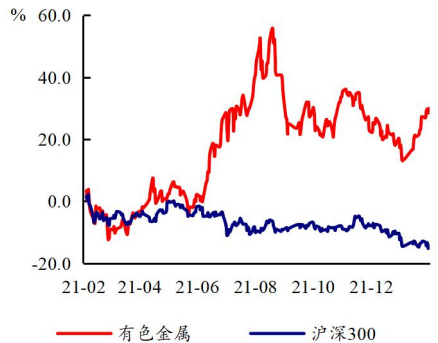
国际地缘政治变化、大宗商品价格异常波动、宏观经济政策变化。

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名	李子卓
资格证书	S1710521020003
电子邮箱	lizz@easec.com.cn
联系人	丁俊波
电子邮箱	dingjb@easec.com.cn
联系人	高嘉麒
电子邮箱	gaojq700@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《东亚前海：创18月新高，黄金开启上行通道》2022.02.25
 《东亚前海有色周报：稀土价格创历史新高》2022.02.21
 《东亚前海有色周报：铝价持续上涨，通胀高企带动金价上行》2022.02.14
 《美通胀再超预期，黄金蓄势待发》2022.02.11
 《波澜壮阔辞旧年，景气高企又一春》2022.02.10

正文目录

1. 贵金属之首、物化性质稳定.....	5
1.1. 重要贵金属品种，市场份额领先.....	5
1.2. 电解工艺优势明显，为当前主流生产工艺.....	6
2. 历史悠久，资产属性依然强势.....	9
2.1. 历史主要货币之一，长期仍有资产属性.....	9
2.2. 高风险且抗波动，黄金资产质地优良.....	11
3. 供需趋紧，商品属性托底黄金价格.....	13
3.1. 黄金稀缺性日益增长，中国市场地位领先.....	13
3.1.1. 产量供给基本稳定，储采比提升黄金稀缺性.....	13
3.1.2. 供给分布较为分散，中国黄金产量领先.....	15
3.2. 实物需求持续提升，商品属性托底黄金价格.....	18
3.2.1. 整体需求回升明显，实物需求占比扩大.....	18
3.2.2. 金饰需求带动，黄金实物需求持续增长.....	19
4. 经济波动加剧，黄金价格持续向好.....	21
4.1. 实际利率长期低位，为黄金上涨创造条件.....	21
4.2. 通胀高企，助推金价上涨.....	22
4.2.1. 当前全球主要经济体通胀水平上升.....	22
4.2.2. 宽松的货币政策，为通胀水平上升创造了条件.....	23
4.2.3. 积极的财政政策，催化了通胀水平的进一步上升.....	24
4.2.4. 供不应求加剧，大宗商品上涨助推通胀水平提升.....	25
4.3. 外部风险犹存，不确定性支撑黄金价格.....	26
4.4. 不惧加息，黄金有望逆势坚挺.....	27
4.4.1. 宏观经济脆弱，加息抑制经济复苏.....	27
4.4.2. 通胀高企，预期加息影响有限.....	30
4.4.3. 加息预期提前消化，利空因素逐步释放.....	31
5. 相关标的.....	32
5.1. 紫金矿业.....	32
5.2. 赤峰黄金.....	33
5.3. 银泰黄金.....	35
5.4. 山东黄金.....	36
5.5. 中金黄金.....	38
6. 风险提示.....	39

图表目录

图表 1. 黄金物化性质稳定.....	5
图表 2. 黄金可按成色及组分为 6 种质地.....	6
图表 3. 黄金为主要贵金属品种.....	6
图表 4. 黄金主要有 7 种生产工艺.....	7
图表 5. 贵铅火法工艺流程图.....	7
图表 6. 黄金萃取工艺流程图.....	7
图表 7. 硫酸煮洗工艺流程图.....	8
图表 8. 王水工艺流程图.....	8
图表 9. 酸性氯化工艺流程图.....	8
图表 10. 电解工艺流程图.....	8

图表 11. 电解工艺优势明显，为当前主流生产工艺.....	9
图表 12. 黄金自古以来具备货币属性.....	10
图表 13. 国际货币基金组织黄金储备 1980 年后基本不变.....	10
图表 14. 美国黄金储备 1980 年后基本不变.....	10
图表 15. 各新兴经济体快速提高自身黄金储备.....	11
图表 16. 全球养老基金在另类资产中的配置比例逐步提升.....	11
图表 17. 黄金资产收益可观.....	12
图表 18. 通胀环境下黄金涨幅明显.....	12
图表 19. 黄金在高波动环境下收益可观.....	12
图表 20. 2020 年黄金流动性高于多数资产.....	13
图表 21. 2021 年黄金交易主要集中于场外市场.....	13
图表 22. 2021 年黄金场外交易量占比高达 60%.....	13
图表 23. 全球黄金供应基本稳定.....	14
图表 24. 2021 年黄金供应主要来自于矿产金.....	14
图表 25. 矿产金供应量与金价相关系数为 -0.05.....	14
图表 26. 回收金供应量与金价相关系数为 0.28.....	14
图表 27. 黄金产量增速在主要金属中处于最低水平.....	15
图表 28. 黄金储采比显现出下降趋势.....	15
图表 29. 全球黄金生产分布图.....	16
图表 30. 2020 年澳大利亚黄金储量水平最高.....	16
图表 31. 2020 年澳大利亚黄金储量占比达 18.8%.....	16
图表 32. 2020 年中国黄金产量水平最高.....	17
图表 33. 2020 年中国黄金产量占比达 10.6%.....	17
图表 34. 全球黄金企业储量 top10.....	17
图表 35. 全球黄金企业产量 top10.....	18
图表 36. 2021 年黄金需求大幅反弹.....	18
图表 37. 2021 年金饰需求有所回暖.....	18
图表 38. 2021 年全球金饰需求同比增长 67.3%.....	19
图表 39. 2021 年全球黄金工业需求同比增长 9.1%.....	19
图表 40. 2021 年中国金饰需求大幅增长.....	19
图表 41. 中国 2021 年金饰消费量 700.6 吨.....	19
图表 42. 我国人均可支配收入不断提高.....	20
图表 43. 金饰消费场景在不断拓宽.....	20
图表 44. 中国珠宝市场规模持续增长.....	21
图表 45. 2021 年黄金在中国珠宝零售库存中占比最高.....	21
图表 46. 预计 2025 年全球黄金实物需求将达 2920.1 吨.....	21
图表 47. 黄金价格与美国实际利率、市场波动等因素相关性较高.....	22
图表 48. 疫情期间实际利率持续低位推动金价走强.....	22
图表 49. 主要国家和地区的 CPI 当月同比增长率.....	23
图表 50. 主要国家和地区的 PPI 当月同比增长率.....	23
图表 51. 2019 年以来美国联邦基准利率.....	23
图表 52. 美国政府主要财政政策和刺激规模.....	24
图表 53. 国债占 GDP 的比率和美债总额.....	25
图表 54. 国际原油价格持续上涨.....	25
图表 55. 天然气价格大幅波动.....	25
图表 56. 国内和 CBOT 大豆期货交易价格分别上涨 7.4%、14.2%.....	26
图表 57. 新冠疫情新增病例迎来新一波高峰.....	27
图表 58. 2022 年 1 月恐慌指数近一年新高.....	27
图表 59. 2022 年恐慌指数均值高于 2021 年.....	27
图表 60. 美国非农就业人数基本回归疫情前水平.....	28
图表 61. 美国失业率基本回归疫情前水平.....	28
图表 62. 2022 年美联储大概率开始加息.....	28
图表 63. 美国十年期国债收益率开始上行.....	28

图表 64. 美联储加息过程通常伴随美国经济地位的减弱.....	29
图表 65. 美国当前报酬指数.....	29
图表 66. 往期美联储加息并未绝对导致金价回调.....	30
图表 67. 美国当前通胀情况正处 40 年高峰.....	31
图表 68. 加息并未使得美国通胀情况好转.....	31
图表 69. 加息落地往往伴随黄金价格反弹.....	32
图表 70. 紫金矿业 2021 年 Q1-Q3 营业总收入 1689.8 亿元.....	32
图表 71. 紫金矿业 2021 年 Q1-Q3 归母净利润 113.0 亿元.....	32
图表 72. 紫金矿业 2020 年黄金业务营收占比 70%.....	33
图表 73. 紫金矿业 2020 年黄金业务毛利占比 37%.....	33
图表 74. 紫金矿业主要矿山储量情况.....	33
图表 75. 赤峰黄金 2021 年 Q1-Q3 营业总收入 26.7 亿元.....	34
图表 76. 赤峰黄金 2021 年 Q1-Q3 归母净利润 5.5 亿元.....	34
图表 77. 赤峰黄金 2020 年黄金业务营收占比 36%.....	34
图表 78. 赤峰黄金 2020 年黄金业务毛利占比 54%.....	34
图表 79. 赤峰黄金主要矿山储量情况.....	35
图表 80. 银泰黄金 2021 年 Q1-Q3 营业总收入 58.5 亿元.....	35
图表 81. 银泰黄金 2021 年 Q1-Q3 归母净利润 10.4 亿元.....	35
图表 82. 银泰黄金 2020 年黄金业务营收占比 32%.....	36
图表 83. 银泰黄金 2020 年黄金业务毛利占比 75%.....	36
图表 84. 银泰黄金主要矿山储量情况.....	36
图表 85. 山东黄金 2021 年 Q1-Q3 营业总收入 177 亿元.....	37
图表 86. 山东黄金 2021 年 Q1-Q3 归母净利润-12.5 亿元.....	37
图表 87. 山东黄金 2020 年黄金业务营收占比 99%.....	37
图表 88. 山东黄金 2020 年黄金业务毛利占比 96%.....	37
图表 89. 山东黄金主要矿山储量情况.....	38
图表 90. 中金黄金 2021 年 Q1-Q3 营业总收入 410.3 亿元.....	38
图表 91. 中金黄金 2021 年 Q1-Q3 归母净利润 13.9 亿元.....	38
图表 92. 中金黄金 2020 年黄金业务营收占比 79%.....	39
图表 93. 中金黄金 2020 年黄金业务毛利占比 68%.....	39
图表 94. 中金黄金主要矿山储量情况.....	39

1. 贵金属之首、物化性质稳定

1.1. 重要贵金属品种，市场份额领先

黄金物化性质稳定且较为稀有，在金融等领域有广泛应用。黄金是以单质形式存在的金元素，从其物化性质来看，黄金熔点高，密度大，良剪性强，具有极强的延展性和可塑性。这种物理特性使得黄金易于加工，并广泛用于饰品行业。黄金化学性质稳定，与其他元素的亲和力微弱，不易被腐蚀氧化。这使得黄金天然纯度高，在自然界中多呈单质即自然金的状态存在。由于黄金产量稀少等特性，金一直被人们看作较稀有、较珍贵的金属之一。而由于其较为稀有、珍贵、可长久保存等特点，黄金被广泛应用于饰品行业，良好的导电性和稳定性，也使其用在电子业、工业等领域，此外还经常被作为货币以及投资的产品。

图表 1. 黄金物化性质稳定

性质	简介		性质	简介	
物理性质	颜色	单质形式为金黄色；	化学性质	抗腐蚀性	金的化学性质非常稳定，具有很强的抗腐蚀性；
	延展性	金具有非常强的延展性；			在空气中甚至在高温下也不与氧气反应（但在特定条件下纯氧除外）；
		0.5 克的黄金可拉成 160 米长的金丝；			不溶于单一的盐酸、硝酸、硫酸等强酸中，只溶于盐酸与硝酸的混合酸（即王水）生成氯金酸。
	可锻性	高延展性使其易于铸造，常用于制造首饰。		亲硫性	金具有亲硫性，常与硫化物如黄铁矿、毒砂、方铅矿、辉锑矿等密切共生；
金具有非常强的可锻性；1 盎司重的金可以锤薄至 400 万分之 1 尺厚及 100 平方呎面积大。		易与亲硫的银、铜等元素形成金属互化物。			

资料来源：《闪闪动人的贵金属——黄金》（台湾牛顿出版公司），东亚前海证券研究所

黄金按照成色和所含物不同分为 6 种质地。熟金即经过冶炼、提纯后的黄金。按照黄金成色的高低，可以把熟金分为纯金、赤金、色金 3 种，其中提纯后达到 99.6% 以上成色的金称为纯金；赤金为成色达 99.2%-99.6% 之间的熟金；色金为成色较低的金。按黄金中含其他金属的不同，可以把熟金可分为清色金、混色金、k 金。其中清色金为只含有白银的熟金；混色金为除含有白银外，还含有铜、锌、铅、铁等其他金属的熟金；k 金为银、铜按一定的比例，并按照 24k 足金的公式配制成的黄金。

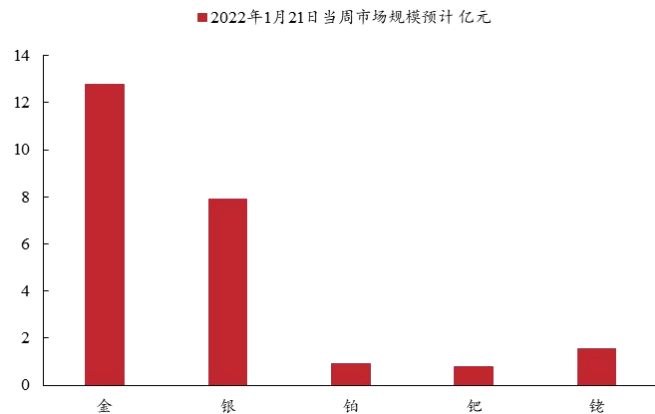
图表 2. 黄金可按成色及组分为 6 种质地

分类	质地	简介
按成色分	纯金	经过提纯后达到 99.6%以上成色的金称为纯金。
	赤金	根据地方的不同，赤金的标准不同： 在国际市场，成色达 99.6%的称为赤金； 在中国市场，成色达 99.2%-99.6%之间的称为赤金。
	色金	也称次金或潮金，是指成色较低的金。 色金由于含有其他金属，成色高的可达 99%，而低的只有 30%。
按所含其他金属的不同分	清色金	指黄金中只含有白银，不论成色高低统称清色金。 清色金常用于金条、金锭、金块及各种器皿和金饰品的制作。
	混色金	是指黄金内除含有白银外，还含有铜、锌、铅、铁等其他金属。 根据所含金属种类和数量不同，可分为小混金、大混金、青铜大混金、含铅大混金等。
	k 金	是指银、铜按一定的比例，并按照 24k 足金的公式配制成的黄金。 一般来说，k 金含银比例多，色泽发青；含铜比例多，色泽为紫红。

资料来源：《闪闪动人的贵金属——黄金》（台湾牛顿出版公司），东亚前海证券研究所

黄金为贵金属中主流品种，市场规模居各类贵金属首位。目前市场上的主流贵金属品种包括金、银、铂、钯、铑等。根据 2022 年 1 月 21 日我国的市场行情来看，金 0.9999 上海贵金属现货价为 376.81 元/克，而当周我国黄金周度产量为 3.39 吨，以此计算，2022 年 1 月 21 日我国黄金当周市场规模约为 12.8 亿元，高于银（7.9 亿元）、铂（1.5 亿元）等金属市场规模，居各类贵金属首位。

图表 3. 黄金为主要贵金属品种



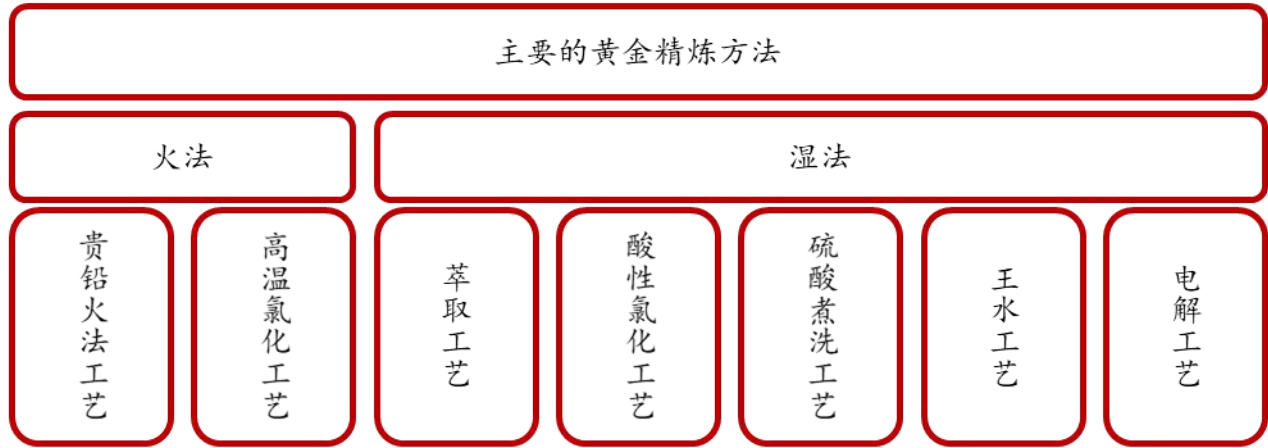
资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

1.2. 电解工艺优势明显，为当前主流生产工艺

黄金的精炼过程主要有火法以及湿法 7 种生产工艺。黄金的化学性质稳定，而矿产金一般纯度较低，并通常伴生其他金属元素，因此对黄金进行精炼是黄金产业中较为重要的一环。自黄金工业诞生以来，目前主要开

发出了火法和湿法 7 种不同的精炼工艺。细分来看，火法工艺包括：贵铅火法工艺、高温氯化工艺；湿法工艺主要包括：萃取工艺、酸性氯化工艺、硫酸煮洗工艺、王水工艺以及电解工艺 5 种方法。

图表 4. 黄金主要有 7 种生产工艺



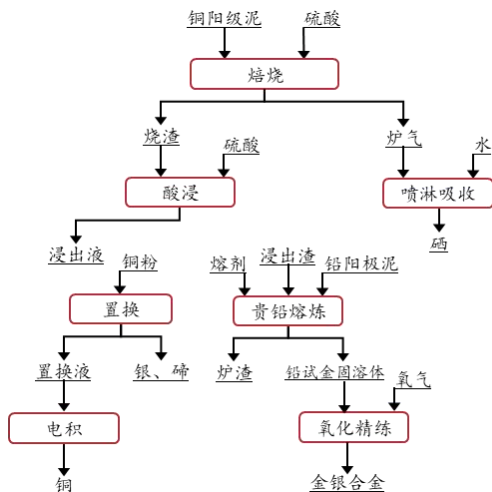
资料来源：《黄金精炼工艺研究》（贾露萍），东亚前海证券研究所

贵铅火法工艺：该工艺的主要流程为贵铅熔剂与含金物料共同熔融反应，利用铅的捕集特性，实现含金物质与杂质的分离，该工艺最终生产出的金银合金质量分数可达 95% 以上。

高温氯化法：该工艺的主要流程为对金熔融状态下的含金物料通入氯气，利用杂质金属与氯气反应分离实现黄金提纯。该工艺最终可以得到纯度为 95%-99% 的金产品。

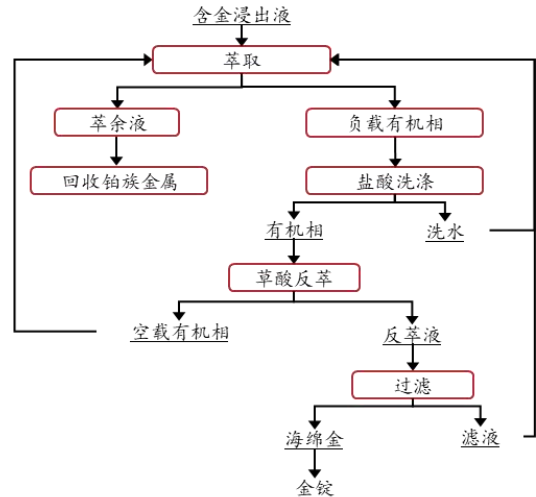
萃取工艺：该工艺主要采用乙醚、甲基异丁基酮等萃取剂对金原料中的各类杂质金属进行萃取。萃取工艺的黄金萃取率可高达 99.5%，最终可以得到纯度为 99.99% 的金产品。

图表 5. 贵铅火法工艺流程图



资料来源：《黄金精炼工艺研究》（贾露萍），东亚前海证券研究所

图表 6. 黄金萃取工艺流程图

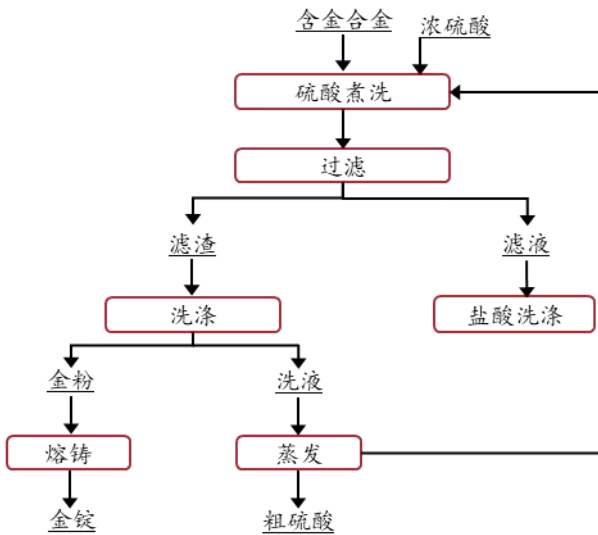


资料来源：《黄金精炼工艺研究》（贾露萍），东亚前海证券研究所

硫酸煮洗工艺：该工艺的主要流程为用浓硫酸在高温下对含金物料进行浸煮去除杂质金属，最终可以得到纯度大于99.6%的金产品。

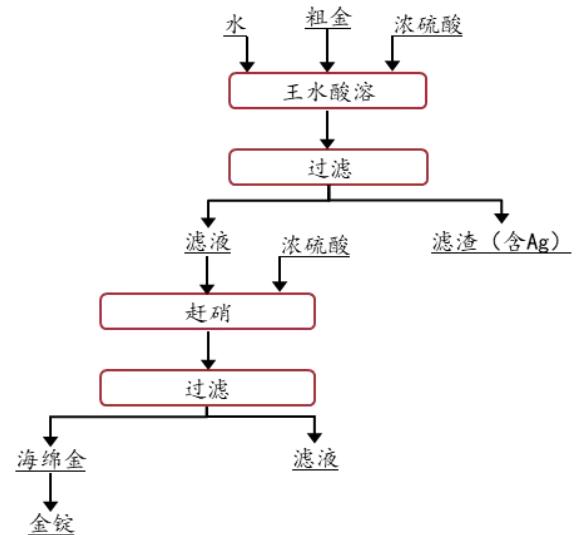
王水工艺：该工艺的主要流程为将含金物料溶于王水，经过赶硝、过滤等操作后用草酸还原过滤得到海绵金，并最终加工为金锭，该公司最终产品纯度可达99.99%。

图表 7. 硫酸煮洗工艺流程图



资料来源：《黄金精炼工艺研究》（贾露萍），东亚前海证券研究所

图表 8. 王水工艺流程图

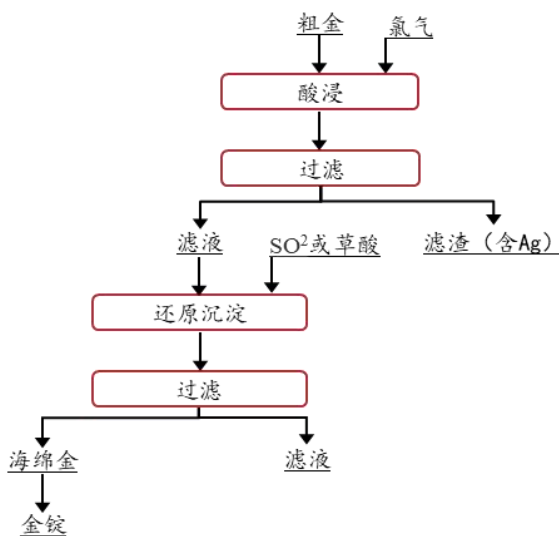


资料来源：《黄金精炼工艺研究》（贾露萍），东亚前海证券研究所

酸性氯化工艺：该工艺的主要流程为在酸性条件下加入氯气浸金，经过滤、硝酸煮洗、浇铸后，可以得到纯度为99.99%的金产品。

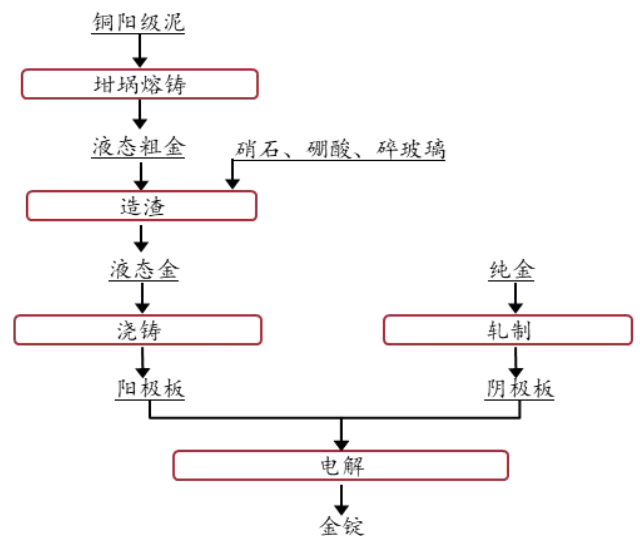
电解工艺：该工艺以粗金为阳极，纯金作阴极，进行电解精炼产出电金，电金纯度可达99.99%。

图表 9. 酸性氯化工艺流程图



资料来源：《黄金精炼工艺研究》（贾露萍），东亚前海证券研究所

图表 10. 电解工艺流程图



资料来源：《黄金精炼工艺研究》（贾露萍），东亚前海证券研究所

目前生产以电解工艺为主。总体而言，贵铅火法工艺、王水工艺以及

硫酸煮洗工艺起源时间较早，对原材料要求高，视为传统的黄金精炼工艺。而高温氯化工艺、萃取工艺、酸性氯化工艺、电解工艺诞生时间较短，为现代黄金精炼工艺。在各类主要工艺中，电解工艺由于产品纯度高、较为环保等优点，已成为目前黄金生产中的主流工艺。

图表 11. 电解工艺优势明显，为当前主流生产工艺

类型（起源）	优点	缺点
贵铅火法工艺 （古老）	成本低，操作方便，富集效率高。	须要提前除铜、砷、硫等元素，金产品纯度低，设备利用率低，能耗高。
高温氯化工艺 （19 世纪 50 年代）	工艺简单，能适应含金 30% 左右的原料，废水量少。	金产品纯度低，设备防腐及密封性要求高，难于精细化操作。
萃取工艺 （约 20 世纪 50 年代）	可处理低品位物料，直收率高，生产周期短。	废水量大，单位投资高，操作复杂。
硫酸煮洗工艺 （约 17 世纪）	流程简单，单位生产成本低，规模可大可小。	原料适应性窄，为含金不大于 33%、含铅不高于 0.25% 的合金。
王水工艺 （约 12 世纪）	生产周期短，直收率高，产品纯度高，单位生产成本低。	原料要求含银小于 8%，产生氮氧化物及酸雾。
酸性氯化工艺 （20 世纪初）	生产成本低，金进出速度快，产品纯度高。	适合处理含硫小于 0.5% 的矿石，环境不友好，单位投资高。
电解工艺 （18 世纪末）	产品纯度高，设备简单，废水量少，回收率高。	原料阳极含要求含金量大于 90%，含铜小于 2%，生产周期长，积压资金。

资料来源：《黄金精炼工艺研究》（贾露萍），东亚前海证券研究所

2. 历史悠久，资产属性依然强势

2.1. 历史主要货币之一，长期仍有资产属性

黄金的货币用途历史悠久，但上世纪开始黄金货币属性逐步减弱。回顾历史，黄金由于价值高、易分割且性质稳定等特点，很早就开始被人们当成货币使用。自 1800 年金本位制实行以来，黄金逐步成为国际流通货币，黄金的货币属性日渐增强。但在随后 1944 年布雷顿森林体系下，黄金货币属性开始减弱，直到 1971 年布雷顿森林体系解体，以及之后《牙买加协定》和《国际货币基金协定》的签订，黄金的货币属性开始逐步走向商品属性。

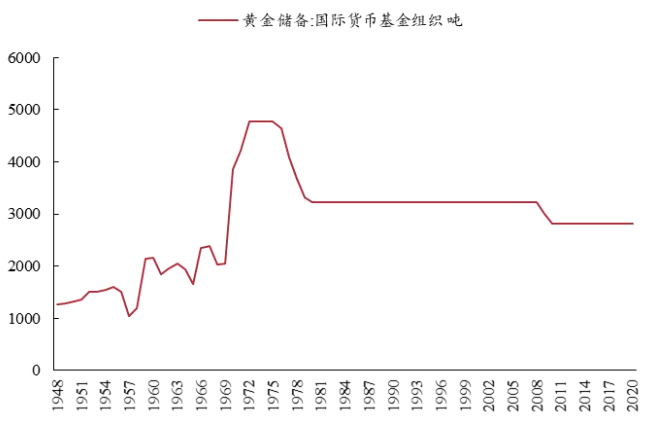
图表 12. 黄金自古以来具备货币属性

时间	意义
1800 年	19 世纪已有 10500 吨黄金被开采，奠定了实行金本位制的基础
1918 年	一战至二战期间，大多数国家采取金汇本制，黄金推出国内流通支付领域，成为货币币值稳定保障
1944 年	布雷顿森林体系期间确立了美元与黄金挂钩的关系，黄金成为国家储备，价值储藏功能开始显现
1971 年	美国关闭黄金兑换窗口，黄金进入非货币化阶段
1976 年	1976 年牙买加协议与 1978 年《国际货币基金协定》第二次修正案使得各国货币发行完全脱离黄金，黄金的从货币属性走向商品属性
1980 年	自 1980 年后，世界各国黄金储备占官方储备约为 10%，黄金依然是继美元、欧元、英镑、日元之后的全球第五大国际结算货币
2007 年	次贷危机以来，全球金融危机使得黄金的货币属性增强，各国央行黄金储备总量上升，成为金融市场上公认的抵押品
2011 年	美国犹他州宣布金银为法定货币，表面黄金价值尺度职能开始回归
2019 年	新冠疫情造成的各国量化宽松政策，美元的持续贬值，使金价不断高涨，黄金货币属性日渐增强

资料来源：《再论黄金的货币属性及其在货币国际化进程中的作用》（姬明等），东亚前海证券研究所

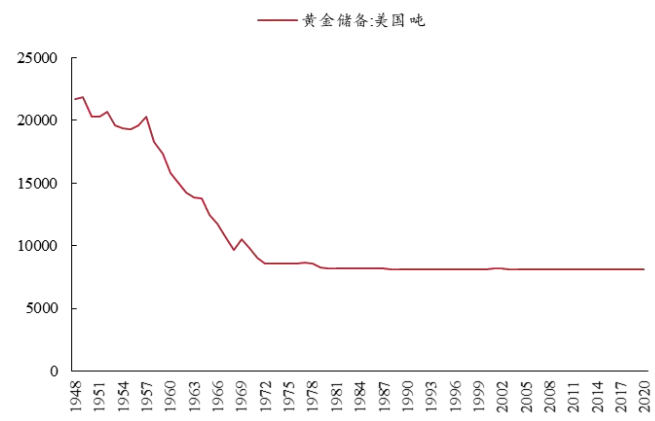
尽管货币属性有所减弱，黄金仍在全球经济中扮演重要角色。自上世纪 80 年代开始，各主要经济体或组织对黄金的减持基本结束。以国际货币基金组织为例，自 1980 年开始该组织的黄金储备基本平稳，仅在 2008 年有一定减持；美国方面，自 1979 年以来美国黄金储备基本维持不变，截至 2020 年，美国黄金储备规模为 8133.5 吨。另一方面，黄金也依然在部分地区被视为法定货币。

图表 13. 国际货币基金组织黄金储备 1980 年后基本不变



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

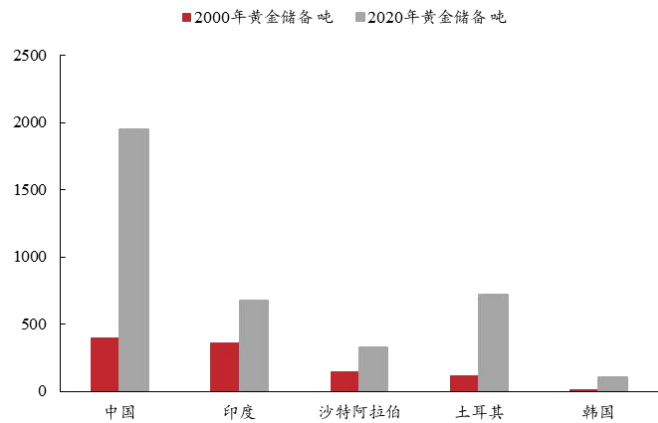
图表 14. 美国黄金储备 1980 年后基本不变



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

黄金金融地位逐渐受到重视，新兴经济体积极提高自身黄金储备。近年来，黄金的金融地位开始重新受到各主权国家的重视，以中国为代表的各大新兴经济体也在近 20 年间不断扩大自身的黄金储备，具体来看，近 20 年内中国黄金储备提高了 1553.3 吨，印度黄金储备提高了 318.9 吨，沙特阿拉伯黄金储备提高了 180.1 吨，土耳其黄金储备提高了 600.0 吨，韩国黄金储备提高了 90.8 吨。

图表 15. 各新兴经济体快速提高自身黄金储备

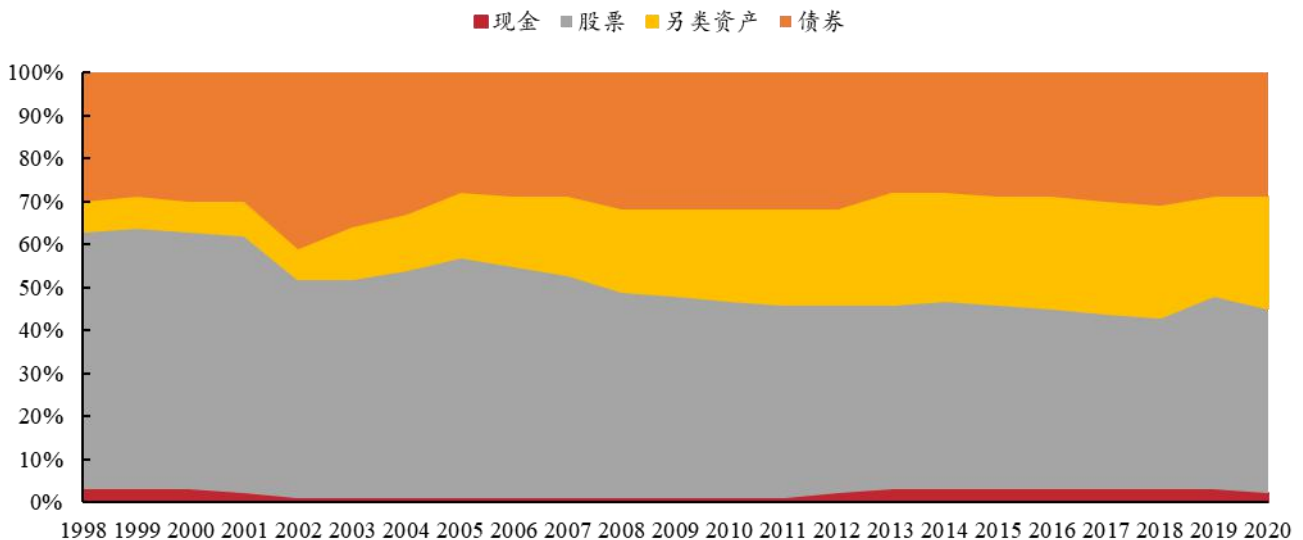


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2. 高风险且抗波动，黄金资产质地优良

黄金投资愈发兴起，在全球养老金组合中的仓位占比逐年提升。黄金是另类投资的一种，其价值稳定，抗风险能力强，是构建投资组合，分散投资风险，追求更高风险收益率的良好标的之一，近年来黄金在内的另类投资在投资组合中的占比逐步提升。全球养老基金的资产配置可见，黄金等另类资产在全球养老金组合中的仓位占比从1998年的7%逐年上涨到2020年的26%。

图表 16. 全球养老基金在另类资产中的配置比例逐步提升



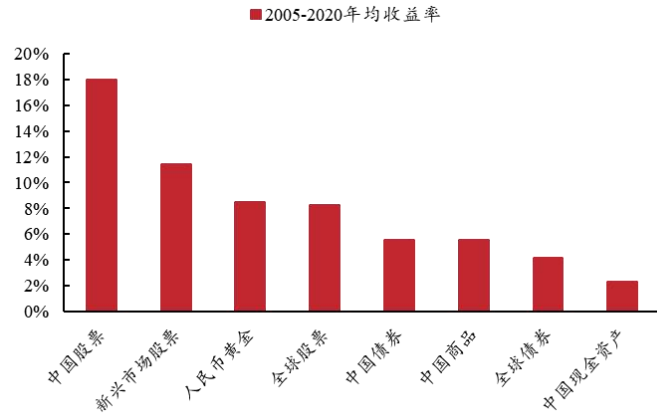
资料来源：世界黄金协会，Willis Towers Watson，东亚前海证券研究所

回顾黄金的历史表现，近年来机构投资者对于黄金等另类资产的配置比例提升主要依赖于黄金在三个方面的可观表现：收益、风险以及流动性。

从收益情况来看，黄金资产收益客观，近15年间收益率超过多数资产。据世界黄金协会统计，从2006年到2020年的年均收益率来看，黄金的年

均收益率为 8.47%，收益表现超过大多数资产，仅次于中国股票（18.02%）和新兴市场股票（11.42%）的回报率。良好的回报率是黄金在全球养老金组合中占比提升的重要推动因素之一。

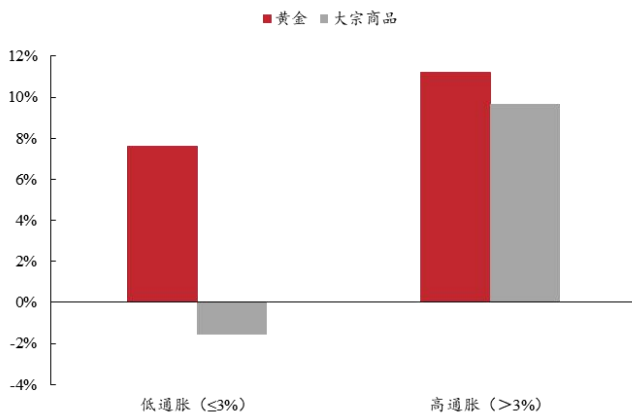
图表 17. 黄金资产收益可观



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

从风险角度来看，黄金的抗通胀及避险属性良好，在高波动环境下表现出更高的收益率。黄金在不同通胀环境下均有可观回报率，但在高通胀环境下表现更好。从黄金在不同通胀水平时期的收益率表现来看，在低通胀 (<3%) 的市场环境下，黄金的名义回报约为 7.61%，而大宗商品的名义回报约为 -1.56%；在高通胀 (>3%) 的市场环境下，黄金的名义回报约为 11.19%，而大宗商品的名义回报约为 9.68%。另一方面，黄金在高波动环境下表现更好，年均 VIX 指数与黄金年涨幅之间相关系数高达 0.76。

图表 18. 通胀环境下黄金涨幅明显



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

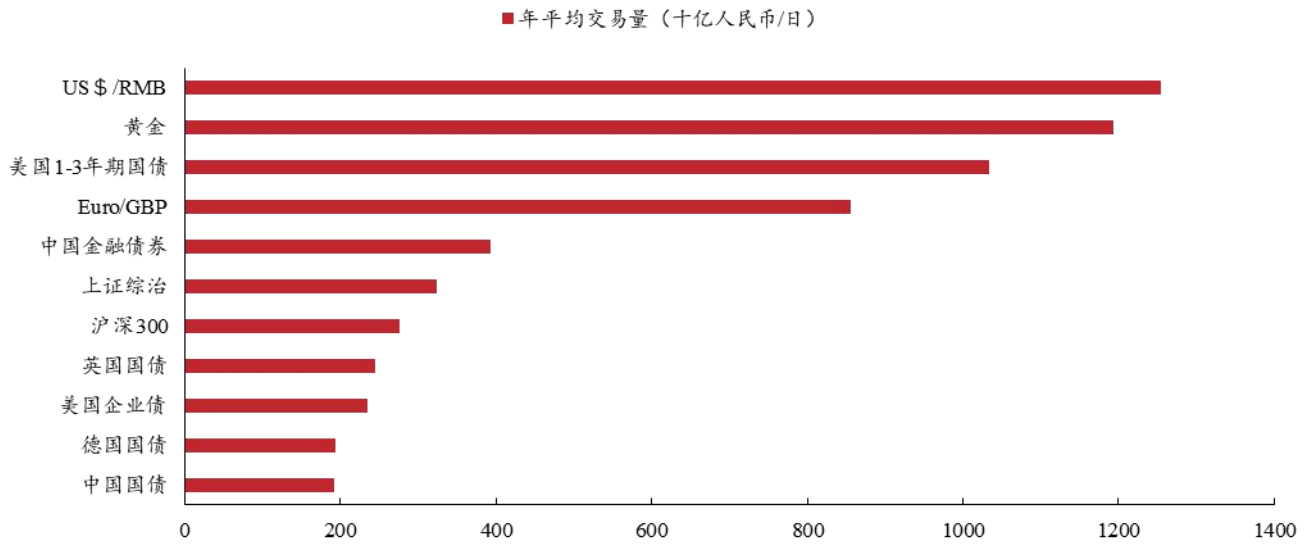
图表 19. 黄金在高波动环境下收益可观



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

从流动性的角度来看，黄金市场日均交易量，具有较强的流动性。黄金的交易量超过大部分主要的金融资产，市场规模庞大。从交易量来看，2020 年，黄金的日均交易量为 1.2 万亿人民币，超过英国国债、沪深 300 和上证综指在内的多个主要金融资产的交易量，与美国 1-3 年期国债市场相近，仅次于美元/人民币市场 1.3 万亿人民币的日均交易量。

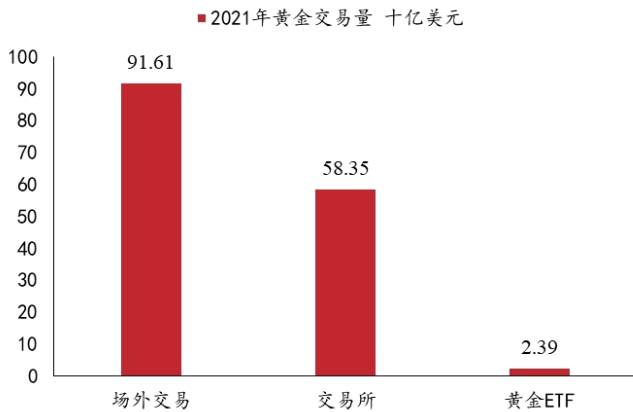
图表 20. 2020 年黄金流动性高于多数资产



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

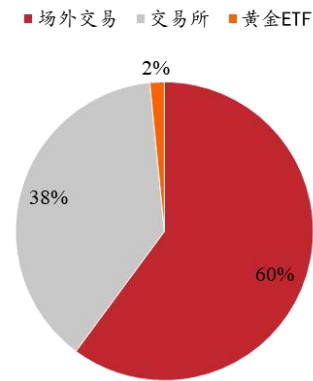
黄金的流动性主要由场外交易构成，2021 年场外交易占比高达 60%。从黄金的交易量分布来看，2021 年全球黄金场外现货和衍生品合约日均交易量为 916.1 亿美元，占黄金交易量的 60%；全球各交易所的黄金日均交易量为 583.5 亿美元，占 38%；黄金 ETF 日均交易量为 23.9 亿美元，占黄金交易量的 2%。场外交易为黄金市场的重要组成部分。

图表 21. 2021 年黄金交易主要集中于场外市场



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

图表 22. 2021 年黄金场外交易量占比高达 60%



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

3. 供需趋紧，商品属性托底黄金价格

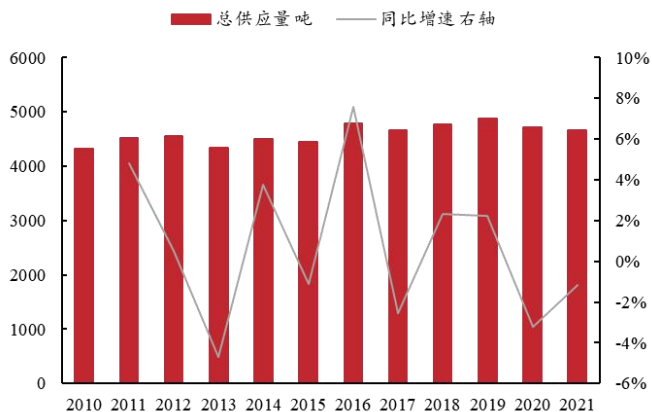
3.1. 黄金稀缺性日益增长，中国市场地位领先

3.1.1. 产量供给基本稳定，储采比提升黄金稀缺性

黄金供应近 10 年呈缓慢上升趋势，但 2020 年以来有所下滑。2010 年至 2019 年，全球黄金总供应量从 4316.7 吨上涨至 4877.9 吨，年均复合增长率为 1.23%。但自疫情爆发以来，黄金供应量有所下降，2021 年黄金总

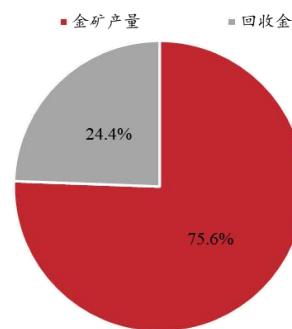
供应量为 4666.1 吨，较 2019 年下降 4.3%。全球黄金供应主要来自矿产金和回收金。其中矿产金是黄金供应的主要方式，2021 年矿产金占黄金总供应量 75.6%，回收金占 24.4%。

图表 23. 全球黄金供应基本稳定



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

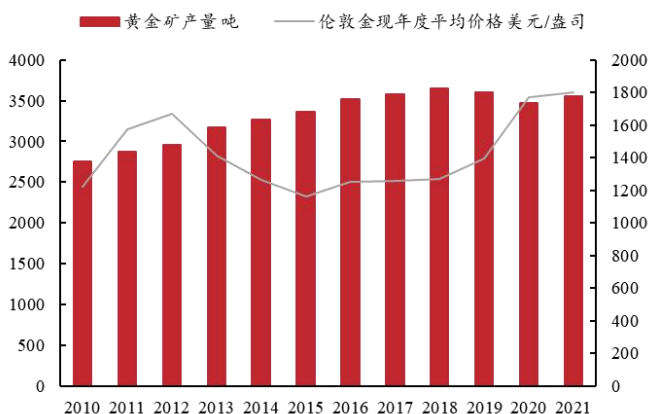
图表 24. 2021 年黄金供应主要来自于矿产金



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

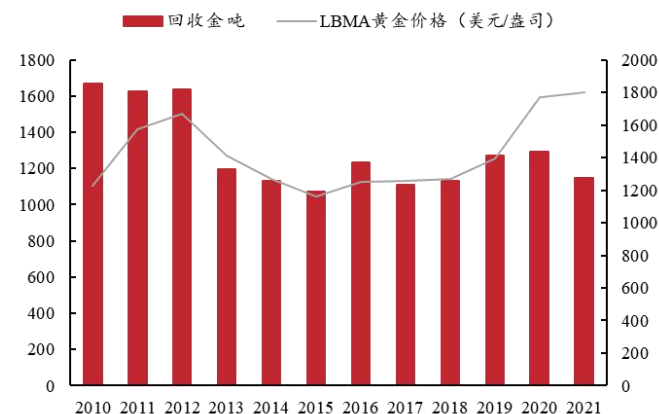
回收金供应量与黄金价格呈正相关，相关系数为 0.28。对比伦敦金现价格与矿产金供应量和回收金供应量的相关关系，矿产金供应量与伦敦金现价格的相关性较弱，相关系数为-0.05，而回收金供应量与伦敦金现价格呈正相关，相关系数为 0.28。

图表 25. 矿产金供应量与金价相关系数为-0.05



资料来源：Wind，世界黄金协会，东亚前海证券研究所

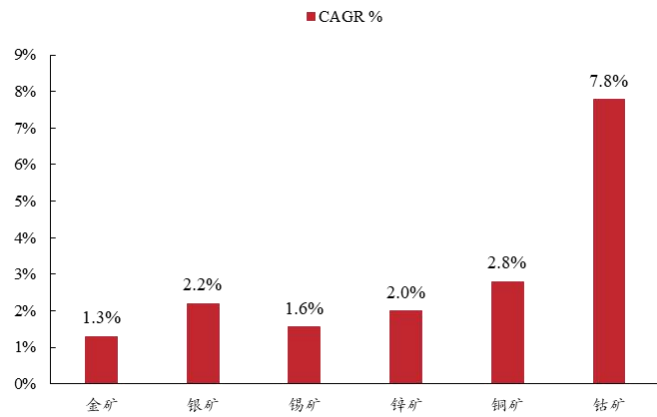
图表 26. 回收金供应量与金价相关系数为 0.28



资料来源：Wind，世界黄金协会，东亚前海证券研究所

在主流金属中，黄金产量年均复合增长率最低。1994 年至 2020 年，全球黄金产量增速低于其他主流金属，CAGR 为 1.3%。主流金属中锡矿产量年均复合增长率为 1.6%、锌矿为 2.0%、银矿为 2.2%、铜矿为 2.8%、钴矿为 7.8%，黄金最低。

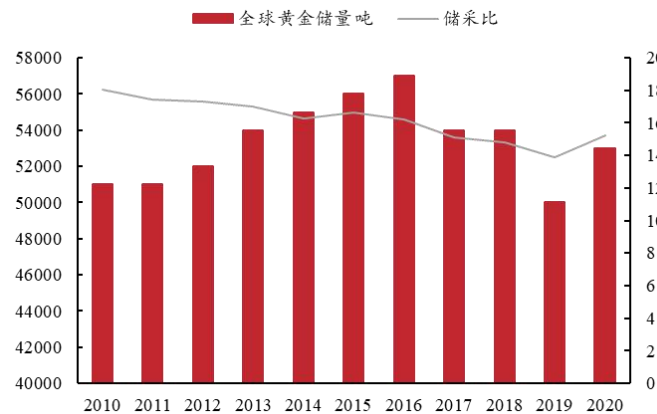
图表 27. 黄金产量增速在主要金属中处于最低水平



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

黄金储采比有所下降，2020 年储采比为 15.3。2020 年世界黄金储量为 5.3 万吨，按照当年全球黄金产量 3473 吨的开采水平计算，全球现有黄金资源储量仅可保证开采约 15 年。而黄金矿山从勘探到开采通常需要至少 10 年至 20 年的准备时间，且不确定性较高。黄金储采比从 2010 年的 18.0 下降至 2020 年的 15.3，下降 15.3%，下降趋势明显。

图表 28. 黄金储采比显现出下降趋势

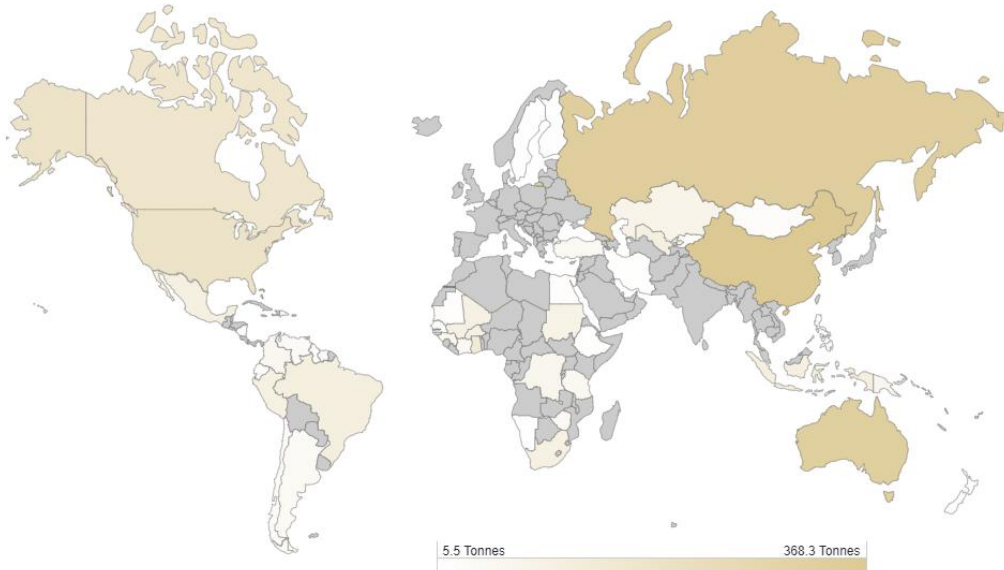


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.1.2. 供给分布较为分散，中国黄金产量领先

黄金开采呈现出全球化趋势，生产源分布各地。黄金开采是全球性业务，除南极洲之外，黄金开采业务在各个大洲均有涉及。目前金矿的生产源在地理分布上呈现出全球化趋势，与 40 年前矿源只集中在南非地区相比，黄金目前在亚洲、澳洲、北美等地均有较大量的生产供应。

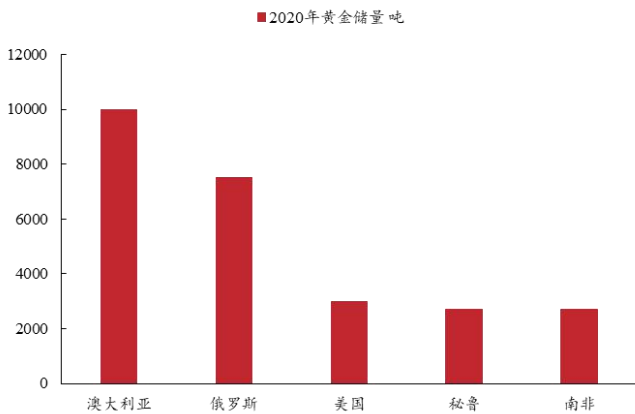
图表 29. 全球黄金生产分布图



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

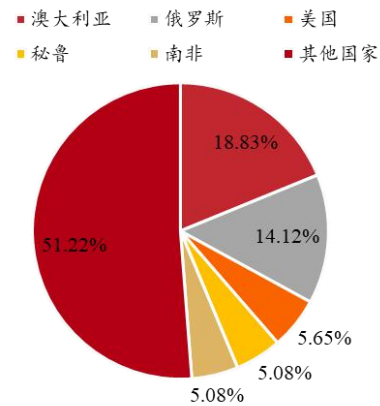
黄金国家储量集中度较高，澳大利亚和俄罗斯储量之和占全球三分之一。根据美国地质局数据，2020 年全球黄金储量达 53000 吨，其中澳大利亚和俄罗斯储量分别为 10000 吨和 7500 吨，两国储量之和达全球储量的 32.96%，占全球储量的三分之一；我国黄金储量为 2000 吨，占全球储量 3.77%。

图表 30. 2020 年澳大利亚黄金储量水平最高



资料来源：USGS，东亚前海证券研究所

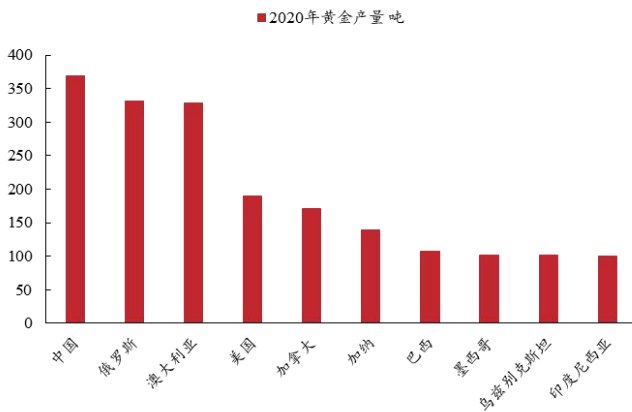
图表 31. 2020 年澳大利亚黄金储量占比达 18.8%



资料来源：USGS，东亚前海证券研究所

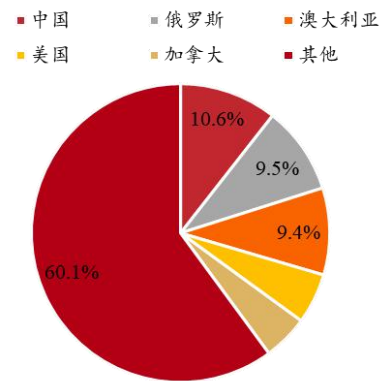
黄金国家产量集中度高，我国为黄金生产第一大国。我国 2020 年黄金产量达 368 吨，占全球总量的 10.56%，产量位居世界第一，是世界最大的黄金生产国。俄罗斯黄金产量占 9.52%，澳大利亚占 9.43%，美国占 5.47%，加拿大占 4.91%，加纳占 3.99%，巴西占 3.08%，其余国家占比均不超过 3%。在黄金生产中，国家的集中度较高。

图表 32. 2020 年中国黄金产量水平最高



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

图表 33. 2020 年中国黄金产量占比达 10.6%



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

黄金企业储量集中度偏低，俄罗斯极地黄金公司占比最多。从储量来看，全球企业黄金储量第一为俄罗斯极地黄金公司，2020 年储量为 3250 吨，占全球比例 6.13%，占俄罗斯储量 43.33%。全球储量第二为美国纽蒙特矿业公司，公司的黄金储量为 2943.8 吨，占全球的 5.55%，占全美总储量的 98.13%。全球前 10 企业总储量为 15562.5 吨，占全球比例 29.36%，企业储量集中度偏低。

图表 34. 全球黄金企业储量 top10

公司名称	公司中文名称	2020 年储量 吨	储量全球占比
Polyus	俄罗斯极地黄金公司	3250.0	6.1%
Newmont	纽蒙特矿业	2943.8	5.6%
Barrick	巴里克黄金	2125.0	4.0%
Gold Fields	金田	1571.9	3.0%
Newcrest	纽克雷斯特矿业	1531.3	2.9%
Kinross	金罗斯黄金	937.5	1.8%
AngloGold	盎格鲁黄金	928.1	1.8%
Polymetal	俄罗斯多金属公司	778.1	1.5%
Agncio Eagle	伊格尔矿业	753.1	1.4%
Harmony Gold	哈莫尼黄金	743.8	1.4%
Total	总量	15562.5	29.4%
世界储量		53000.0	

资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

全球黄金生产企业格局分散，中小企业贡献较大。全球前 10 企业黄金产量总数为 858.7 吨，产量占全球 25%。其中美国纽蒙特矿业产量居全球第一，为 184 吨，占全球 5.28%；加拿大巴里克黄金产量 151 吨，占全球 4.35%，位居全球第二位。从产量格局来看，黄金开采企业集中度较低，行业竞争分散，更多中小企业为全球黄金产量做出贡献。

图表 35. 全球黄金企业产量 top10

公司名称	公司中文名称	2020 年产量 吨	产量全球占比
Newmont	纽蒙特矿业	183.8	5.3%
Barrick	巴里克黄金	151.3	4.3%
Polyus	俄罗斯极地黄金公司	89.7	2.6%
AngloGold	盎格鲁黄金	87.8	2.5%
Kinross	金罗斯黄金	74.4	2.1%
Gold Fields	金田	66.6	1.9%
Newcrest	纽克雷斯特矿业	64.4	1.9%
Agnico Eagle	伊格尔矿业	54.1	1.6%
polymetal	俄罗斯多金属公司	43.8	1.3%
Harmony Gold	哈莫尼黄金	43.1	1.2%
Total	总量	858.8	24.7%
世界产量		3478.1	

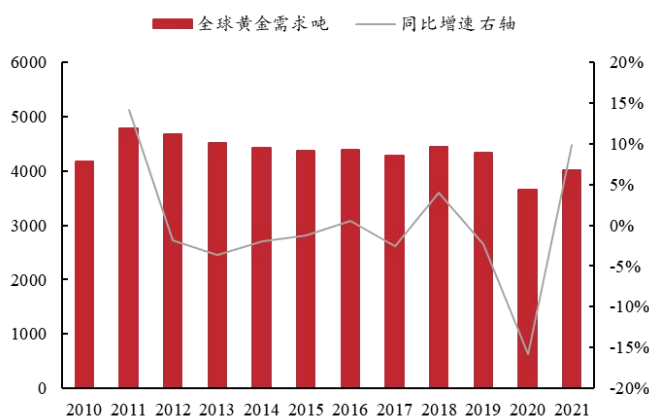
资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

3.2. 实物需求持续提升，商品属性托底黄金价格

3.2.1. 整体需求回升明显，实物需求占比扩大

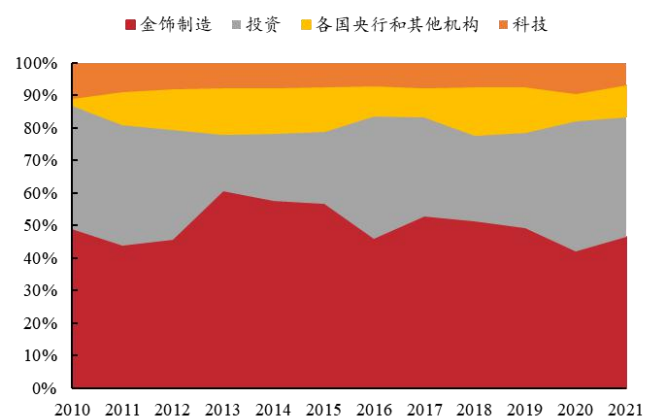
2021 年黄金需求增长明显，金饰需求占比有所提升。从消费量上看，2021 年黄金总需求回升明显，全球全年累计需求量达 4021.3 吨，同比上升 9.9%，同比增速达近 10 年来最高水平。从需求结构上看，2021 年黄金在金饰制造、科技、投资以及央行等领域的需求比例分别为 53.1%、7.9%、42.4%、11.1%，其中金饰需求比例提升明显，较 2020 年的 31.7% 增长了 21.4 个百分点。

图表 36. 2021 年黄金需求大幅反弹



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

图表 37. 2021 年金饰需求有所回暖

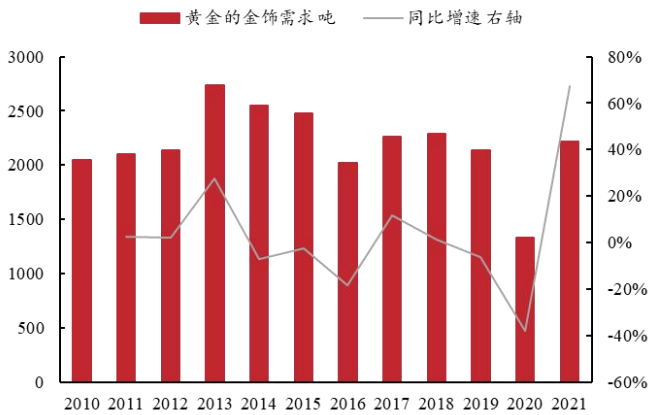


资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

实物需求占主导地位，2021 年金饰及科技需求均有增长。黄金的实物需求主要来自于金饰以及科技两个领域。在金饰方面，2021 年黄金的金饰需求强势反弹，全年需求达 2220.9 吨，较 2020 年同比提高约 67.3%；在科技需求方面，黄金的科技需求主要来自于电子行业以及牙科等领域，整体

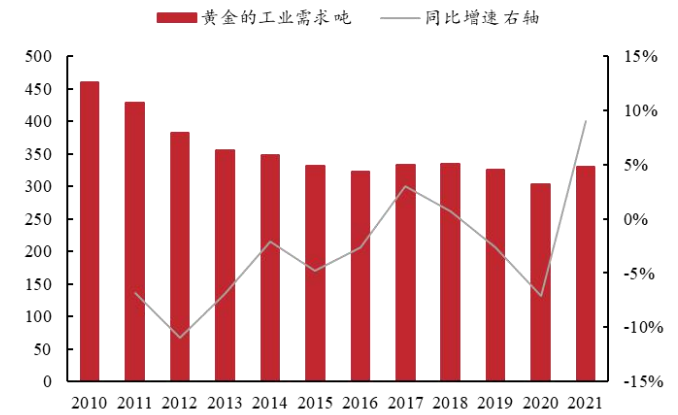
来看，2021年科技领域黄金需求达330.2吨，较2020年同比提高约9.1%。

图表 38. 2021 年全球金饰需求同比增长 67.3%



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

图表 39. 2021 年全球黄金工业需求同比增长 9.1%

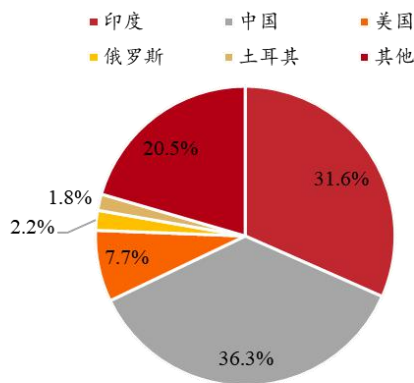


资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

3.2.2. 金饰需求带动，黄金实物需求持续增长

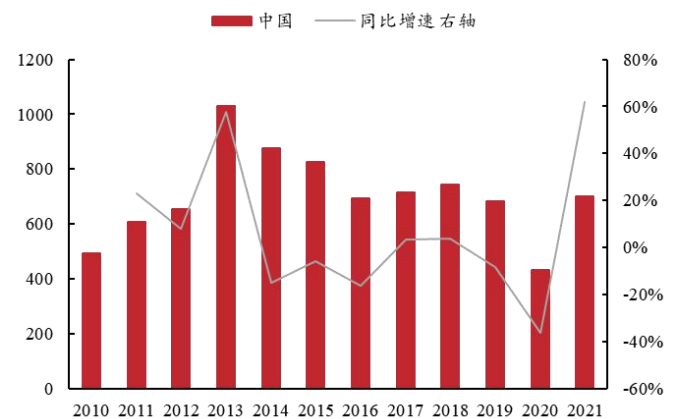
中国金饰需求位列世界第一，2021年达700.6吨。从各国的金饰需求占比来看，中国的金饰需求在全球占据重要地位，2021年占比高达36.3%，其次为印度（31.6%）、美国（7.7%）、俄罗斯（2.2%）、土耳其（1.8%）等。从中国金饰需求总量来看，2021年中国金饰需求增长明显，全年金饰需求量为700.6吨，同比增长61.7%。

图表 40. 2021 年中国金饰需求大幅增长



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

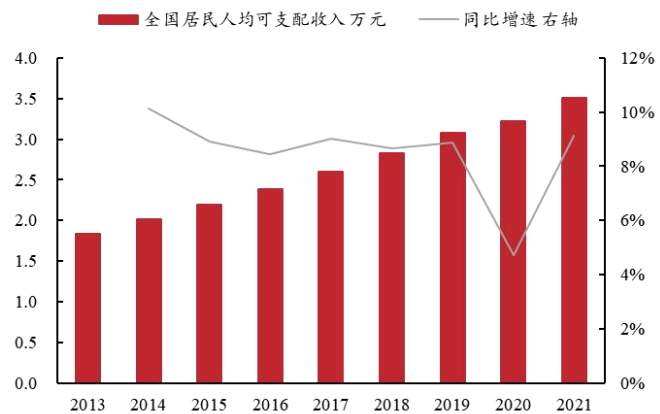
图表 41. 中国 2021 年金饰消费量 700.6 吨



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

我国人均可支配收入提升明显，金饰消费受持续推动。从我国的人均可支配收入情况来看，2021年我国的人均可支配收入已达3.51万元，同比增长9.1%，同比增速创2014年以来最高水平。在全国人均可支配收入持续上行的背景下，我国居民的消费意愿有望同步上行，带动全国金饰消费量的持续提升。

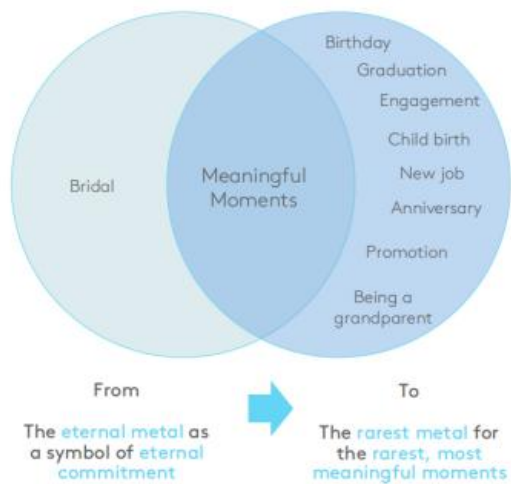
图表 42. 我国人均可支配收入不断提高



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

金饰的消费场景不断拓宽，金饰或将逐步放量。黄金是一种具有稳定性的金属，在此内涵下，过去黄金一般只用于婚礼，象征一种永恒的承诺。而随着全球经济水平的持续提高，黄金的象征意义正在逐步发生变化，目前黄金饰品的日常消费场景正在逐步拓宽。黄金的象征意义从代表永恒转向代表稀有，因此黄金目前在多类具有纪念意义的时刻也有所使用，如生日、毕业、出生、纪念日等。

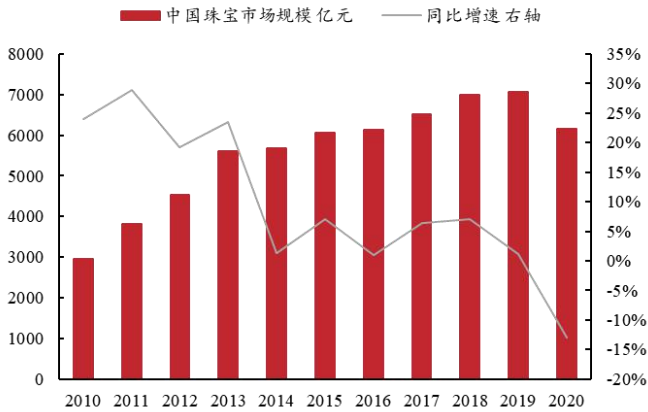
图表 43. 金饰消费场景在不断拓宽



资料来源：国际铂金协会 PGI，东亚前海证券研究所

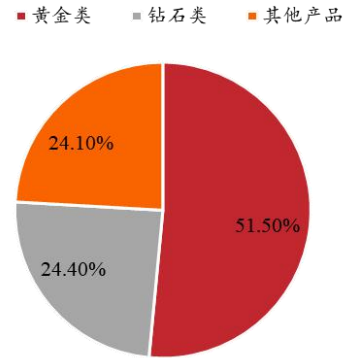
中国的珠宝行业稳步增长，珠宝行业中黄金地位显著。从中国珠宝规模趋势看，我国珠宝市场行业规模持续扩张，2010年-2019年我国珠宝市场规模从2957亿元提升至6154亿元，CAGR达7.6%。2020年受疫情影响珠宝市场规模有小幅下滑。从中国珠宝市场库存结构看，2021年黄金库存占整体珠宝零售库存的51.5%，黄金在我国珠宝零售市场中地位显著。

图表 44. 中国珠宝市场规模持续增长



资料来源: Euromonitor, 东亚前海证券研究所

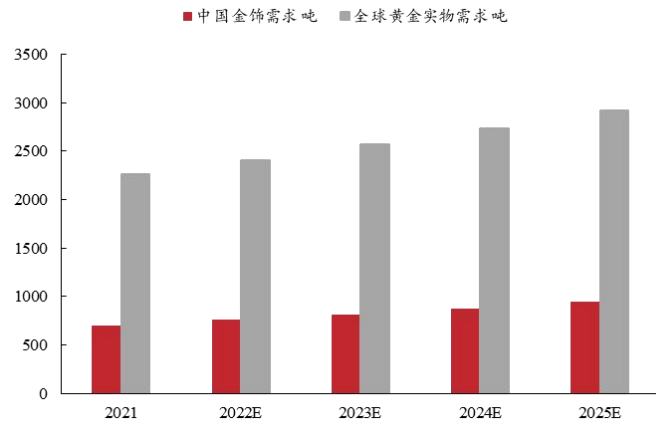
图表 45. 2021 年黄金在中国珠宝零售库存中占比最高



资料来源: 中国黄金协会, 东亚前海证券研究所

预期全球黄金实物需求将持续增长，为黄金价格带来一定支撑。中国珠宝市场近年来增长稳定，且黄金为该市场主流品种，若假设未来我国金饰需求将以珠宝行业在 2010 年-2019 年间的 CAGR (7.6%) 持续增长，则到 2025 年预计我国金饰需求将达 939.3 吨，同时若假设我国的金饰需求在全球的占比不变，且黄金在科技领域的需求维持不变，则对应 2025 年全球黄金的实物需求将达 2920.1 吨，较 2021 年提升约 29.1%。黄金的实物需求将从商品领域对黄金价格带来一定支撑。

图表 46. 预计 2025 年全球黄金实物需求将达 2920.1 吨



资料来源: 世界黄金协会, Euromonitor, 东亚前海证券研究所预测

4. 经济波动加剧，黄金价格持续向好

4.1. 实际利率长期低位，为黄金上涨创造条件

黄金价格和实际利率、市场波动等因素相关，其中金价与实际利率相关性最强。利用 2000 年以来的数据计算 COMEX 黄金期货结算价格与各个指标的相关系数，可以发现 COMEX 黄金期货结算价格与美国国债长期平均实际利率为-0.9147，表现出很强的负相关性。同时 COMEX 黄金期货结

算价格与美国 10 年国债收益率、VIX 指数、原油期货结算价的相关性分别为-0.8548、0.7640、0.7455。

图表 47. 黄金价格与美国实际利率、市场波动等因素相关性较高

指标	与 COMEX 黄金期货结算价的相关系数
美国:国债长期平均实际利率	-0.9147
美国:国债收益率:10 年	-0.8548
VIX 指数	0.7640
期货结算价(连续):布伦特原油	0.7455
美元指数	-0.3262
RJ/CRB 商品价格指数	0.2626
美国:CPI:当月同比	-0.2400

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

实际利率低位运行，推动黄金价格持续高位震荡。长周期下，黄金价格与美元利率呈现负相关性。2020 年以来，由于美国货币政策一再降息导致利率下行。美国国债长期平均实际利率从 2018 年 10 月以来持续下降。截至 2022 年 2 月 15 日，实际利率为 0.05%，尽管较前期有所回升，但实际利率仍处较低水平。实际利率的持续低位运行使得疫情期间黄金价格持续高位震荡。

图表 48. 疫情期间实际利率持续低位推动金价走强



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

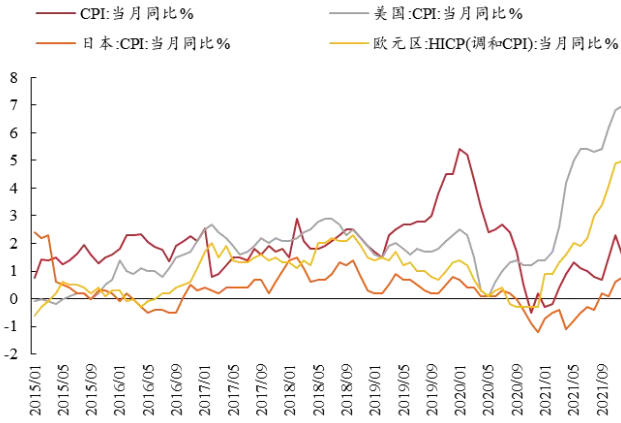
4.2. 通胀高企，助推金价上涨

4.2.1. 当前全球主要经济体通胀水平上升

2021 年以来世界主要国家和地区 CPI 和 PPI 呈上涨趋势。CPI 方面，2022 年 1 月，美国、欧元区同比增长 7.5%和 5.1%，明显高于近三年来的平均增长水平，美国 CPI 更是创出了新高。中国和日本的 CPI 虽然还处在低位，但上行趋势已十分明显。PPI 方面，2021 年 12 月，中国、美国、日

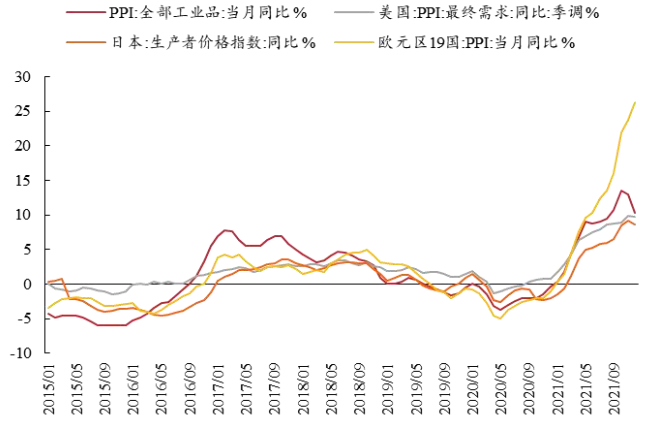
本和欧元区 19 国的 PPI 增长率分别达到 10.3%、9.8%、8.7%和 26.2%，纷纷进入历史高位。PPI 的上涨，往往会带动 CPI 的进一步上涨，因此预期未来 CPI 会进一步走高，通胀压力加大。

图表 49. 主要国家和地区的 CPI 当月同比增长率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 50. 主要国家和地区的 PPI 当月同比增长率

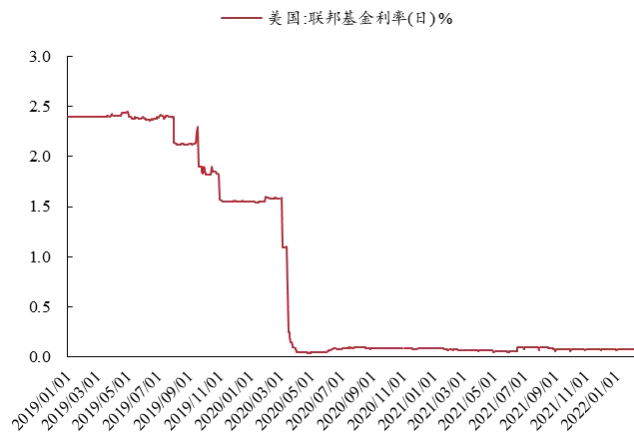


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4.2.2. 宽松的货币政策，为通胀水平上升创造了条件

美国的货币政策是衡量全球货币宽松水平的重要指标。2019 年 8 月至今，美联储的货币政策主要以降息为主，维持了较为宽松的货币政策。目前共经历了 5 次降息，第一次在 2019 年 8 月 1 日，美联储宣布降息，并结束缩表计划，基准利率下调至 2.00%-2.25%。第二次降息发生在同年 9 月 19 日，基准利率下调至 1.75%-2%。第三次降息发生在同年 10 月 31 日，基准利率下调至 1.50-1.75%，此次降息是为寻求促进就业最大化和物价稳定。第四、第五次降息是全球疫情大规模爆发后，2020 年 3 月 3 日，为了应对疫情冲击，美联储宣布下调基准利率至 1.00%-1.25%。3 月 16 日，随着疫情的进一步恶化，美联储进一步降息，基准利率下调至 0-0.25%。此次降息使得基准利率下降到近 3 年以来的最低水平。

图表 51. 2019 年以来美国联邦基准利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4.2.3. 积极的财政政策，催化了通胀水平的进一步上升

新冠疫情发生之后，全球实施了积极的财政政策。以美国为例，为了应对疫情，促进经济复苏，美国通过财政手段向社会释放大量的现金流。

2020年美国财政部为应对新冠疫情共拨款5次。其中3月6日，财政部颁布《冠状病毒准备和响应补充拨款法》，拨款83亿美元，用于疫苗研发和帮助州和地方政府应对疫情。3月18日，颁布了《家庭优先冠状病毒应对法》，拨款1920亿美元，用于援助新冠疫情给个人带来的经济损失。3月27日颁布《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》，拨款2.2万亿美元。4月13日，颁布《薪资保护计划和医疗保健增强法》，拨款4840亿，为小企业和医疗防疫增加支出。12月27日，颁布《新冠肺炎疫情救助法案》，拨款规模为2.3万亿美元。

2021年美国继续实施积极的财政政策。2021年3月、4月，美国政府又针对失业救济、促进就业、和减免家庭税收等方面，分别颁布了《美国救援计划》、《美国就业计划》、《美国家庭计划》，经济刺激规模分别为1.9万亿、2.3万亿和1.8万亿美元。2021年8月，美国众议院通过了基建法案。该法案中财政支出的增幅是美国几十年来公共工程支出的最大增幅，总额约1万亿美元。

图表 52. 美国政府主要财政政策和刺激规模

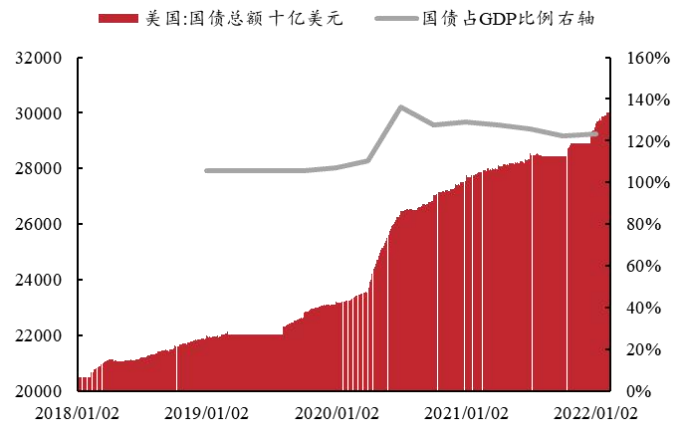
时间	刺激规模	美国财政政策
2020/3/6	83 亿美元	《冠状病毒准备和响应补充拨款法》，用于疫苗研发和帮助州和地方政府应对疫情。
2020/3/18	1920 亿美元	《家庭优先冠状病毒应对法》，用于援助新冠疫情给个人带来的经济损失。
2020/3/27	2.2 万亿美元	《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》
2020/4/23	4840 亿	《薪资保护计划和医疗保健增强法》，主要为小企业和医疗防疫增加支出
2020/12/27	2.3 万亿美元	《新冠肺炎疫情救助法案》，其中包括 9000 亿美元的新一轮经济纾困计划和 1.4 万亿美元的政府支出预算案。
2021/3/11	1.9 万亿美元	《美国救援计划》，包括将每周失业救济金增加 300 美元，扩大失业救济的对应范围。
2021/3/31	2.3 万亿	《美国就业计划》，该项计划主要包括了大约 1.36 万亿美元的基建项目、5800 亿美元的制造业支持以及 4000 亿美元的护理服务。
2021/4/28	1.8 万亿美元	针对儿童、学生和家庭等方面的《美国家庭计划》。将有约 1.5 万亿将通过提高额外税收而抵免，另有 3030 亿美元由国家财政收入抵消。
2021/8/10	1 万亿美元	基建法案，该法案财政支出的增幅是美国几十年来公共工程支出的最大增幅，包含了在 5 年内新增约 5500 亿美元投资。
2021/10/17		“亿万富翁税”（billionaires tax）和对大公司征收 15%最低税率

资料来源：美联储官网，东亚前海证券研究所

赤字扩大、国债比重上升，通胀压力加大。一方面，在财政刺激下，

美国财政赤字不断扩大。美国财政政策通过直接向居民和企业分发补助和救济金的形式，增加财务支出从而增加了政府的财政赤字。目前赤字水平处于 20 年以来的高位水平。另一方面，在赤字扩大的背景下，国债占 GDP 的比率上升到一个新台阶。自 2020 年 3 月首批财政拨款以来，国债总额迅速提升。截至 2022 年 2 月 11 日，美国国债总额已提升至 30.04 万亿美元。国债占 GDP 的比率也上升至 123% 左右，相比 2019 年同期上升了 17 个百分点。随着一系列财政刺激的落地，财政赤字不断扩大，国债占 GDP 比率上升，通胀预期加剧。

图表 53. 国债占 GDP 的比率和美债总额



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

4.2.4. 供不应求加剧，大宗商品上涨助推通胀水平提升

经济持续复苏推动社会需求提升，大宗产品涨价明显。能源产品方面，截至 2022 年 2 月 14 日，布伦特原油期货结算价报 96.48 美元/桶，同比上涨 52.4%。WTI 原油期货结算价今年持续上涨，目前报 95.46 美元/桶，同比上涨 58.7%。国际天然气价格持续攀升，其中 NYMEX 天然气期货结算价格已突破 4.18 美元/百万英热单位，相比去年同期涨幅达到 35%。

图表 54. 国际原油价格持续上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

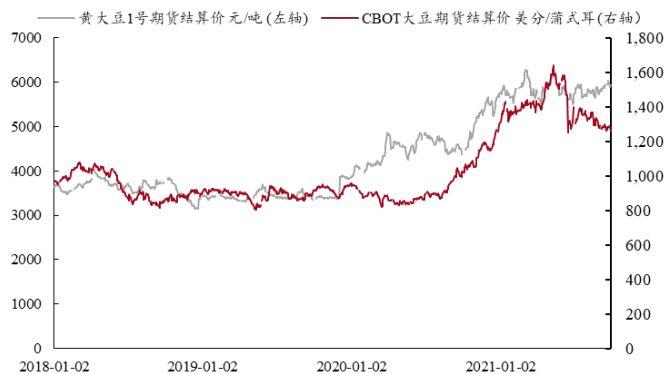
图表 55. 天然气价格大幅波动



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

另外，农产品价格的快速上涨，也增加了通胀预期。年初以来，大豆等农产品期货交易价格持续上涨，目前仍处于价格高位。截至2022年2月14日，黄大豆1号期货结算价和CBOT大豆期货结算价分别报6,300.00元/吨、1,570.00美分/蒲式耳，分别上涨7.4%、14.2%。

图表 56. 国内和 CBOT 大豆期货交易价格分别上涨 7.4%、14.2%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

经济复苏下通胀水平提升，预期黄金价格有望继续上涨。目前世界上主要国家和地区的CPI和PPI均呈上涨趋势，通胀水平持续提高。此外，在宽松的货币政策和财政政策的刺激下，全球经济有望快速增长，目前包括能源、农产品在内的大宗商品供不应求、价格上涨，预期未来通货膨胀仍将继续，金价有望持续上涨。

4.3. 外部风险犹存，不确定性支撑黄金价格

外部风险犹存，疫情仍对经济构成较大不确定性。从当前新冠疫情形势来看，目前欧密克戎病毒的全球蔓延正在使全球新增感染人数经历第四波爆发。截至2022年02月24日，全球当日新增新冠肺炎确诊病例人数达147.58万例。在全球疫情持续蔓延的背景下，未来经济形势的不确定性依然存在。

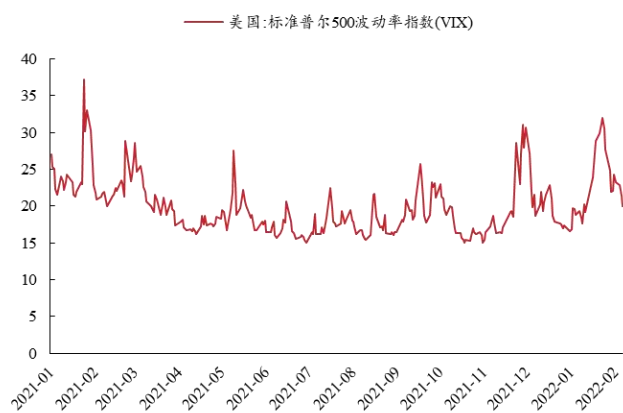
图表 57. 新冠疫情新增病例迎来新一波高峰



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

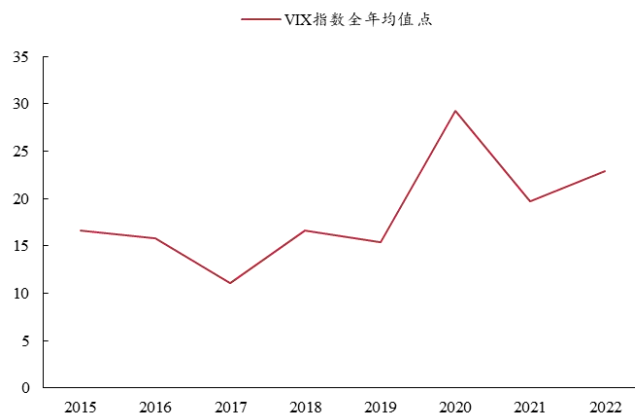
地缘政治扰动，全球市场 2022 年波动上行。近期，乌克兰问题呈现出了持续升级的态势，乌克兰全境进入战时状态，全球权益市场波动有所上行。2021 年 1 月 26 日美国标准普尔 500 波动率指数(VIX)达 31.96，市场波动创近一年内新高，截至 2022 年 2 月 24 日，VIX 指数 2022 年均值为 24.19 点，高于 2021 年全年 19.67 点。整体市场波动情况仍相对较高，全球经济的不确定性或将对黄金价格带来一定支撑。

图表 58. 2022 年 1 月恐慌指数近一年新高



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 59. 2022 年恐慌指数均值高于 2021 年



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4.4. 不惧加息，黄金有望逆势坚挺

4.4.1. 宏观经济脆弱，加息抑制经济复苏

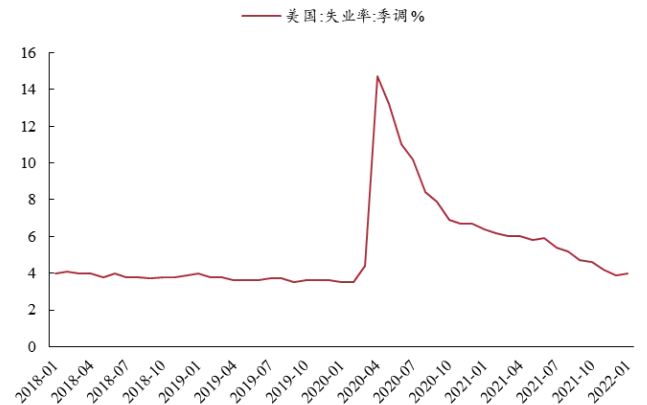
就业指标接近疫情前水平，美国经济出现复苏。在疫情影响下美国就业人口最低至 1.31 亿、失业率最高升至 14.7%，而伴随联邦政府持续的财政刺激，美国的就业指标近期基本恢复到疫情前的水平。2022 年 1 月美国就业人口为 1.53 亿人，失业率为 4.0%，二者均已恢复至与疫情前类似的水平，美国经济复苏明显。

图表 60. 美国非农就业人数基本回归疫情前水平



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

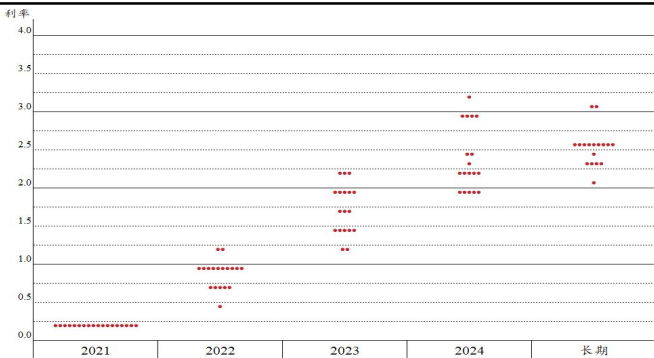
图表 61. 美国失业率基本回归疫情前水平



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

伴随经济复苏及通胀高企，近期美联储加息预期强烈。随着美联储持续的政策刺激，美国经济持续复苏，但同时也造成了当前高通胀的市场环境，为解决这一问题，预期美联储近期将逐步开始实施紧缩政策。从美联储所发布的点阵图来看，几乎所有美联储官员均认为 2022 年将开始加息。受此预期影响，近期美国 10 年期国债收益率水平上行明显，截至 2022 年 2 月 24 日，美国 10 年期国债收益率 1.96%，已较年初上行 0.44pct。

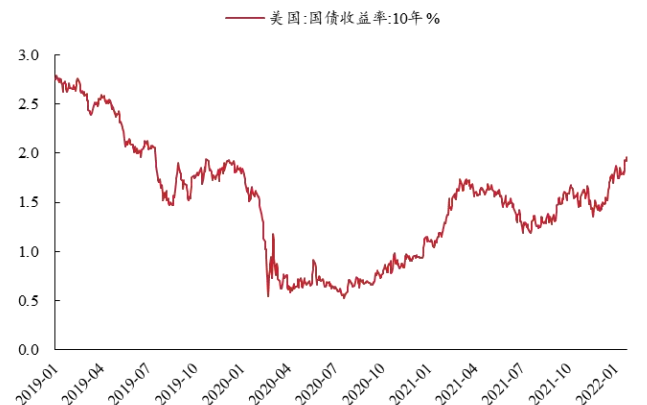
图表 62. 2022 年美联储大概率开始加息



注：图中每个圆点代表一位美联储官员对未来利率范围的预期

资料来源: 美联储官网, 东亚前海证券研究所

图表 63. 美国十年期国债收益率开始上行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

收紧的货币政策往往导致美国经济增速的下滑，从而间接推升黄金价格。回顾历次美国的加息情况，自 1980 年美国 6 次加息以来，其中 5 次都伴随了美国在全球 GDP 占比的下降。我们认为美国所实行的紧缩货币政策或将对经济增速构成影响，从而使得美国在全球的经济地位受到一定扰动。而美国经济地位的下滑也将进一步造成美元吸引力的下降，进而推升与美元相挂钩的黄金价格。

图表 64. 美联储加息过程通常伴随美国经济地位的减弱

历次加息	加息过程	当年美国在全球的 GDP 占比	加息过程中的 GDP 占比变化
第一次加息	1984	25.0%	0.6pct
	1983	24.4%	
第二次加息	1989	25.0%	-0.1pct
	1988	25.0%	
	1987	25.1%	
第三次加息	1995	25.2%	-0.1pct
	1994	25.3%	
第四次加息	2000	26.3%	-0.1pct
	1999	26.4%	
	2006	25.2%	
第五次加息	2005	25.6%	-0.5pct
	2004	25.7%	
	2018	22.4%	
第六次加息	2017	22.4%	-0.5pct
	2016	22.7%	
	2015	22.9%	

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

经济复苏仍稍显脆弱，加息或将给美国经济造成一定负担。从就业市场数据来看，尽管当前美国的失业率以及就业数据均逐步回归至疫情前水平，但于此同时美国的薪酬水平也在持续提高，截至 2021 年 12 月，美国国内劳动者总体报酬指数当季同比上涨约 4.0%，该数据已接近近 20 年来最高水平。因前美国就业市场的复苏离不开国内报酬水平的提高，随着未来美联储开始加息，美国企业资金成本提升，企业报酬水平的较高增速或将难以维持，进而对就业市场以及整体经济环境带来负担。

图表 65. 美国当前报酬指数



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

复盘历史，实际经济情况较为复杂，美联储加息并非如理论中对黄金价格造成绝对负面影响。就理论而言，美联储上调利率政策将导致美国名义利率的上行并进一步导致实际利率的上行。而通过历史复盘来看，1980

年以来美国的 6 次加息中半数的情况黄金价格出现了上涨，其中在 2004-2006 年的加息期间，COMEX 黄金的涨幅更是达到了 49.43%。

图表 66. 往期美联储加息并未绝对导致金价回调



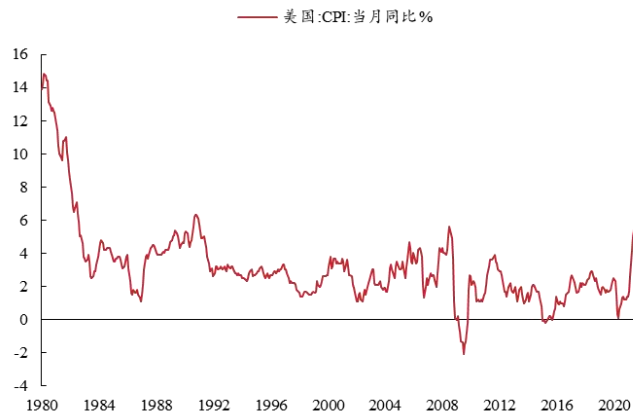
	开始时间	结束时间	加息幅度 %	黄金价格区间涨幅 %
第一次加息	1983-03-30	1984-09-09	3.00	-15.49
第二次加息	1987-01-02	1989-05-17	3.94	-7.45
第三次加息	1994-02-03	1995-02-01	3.00	-2.74
第四次加息	1999-06-29	2000-05-16	1.75	5.42
第五次加息	2004-06-29	2006-06-29	4.25	49.43
第六次加息	2015-12-16	2018-12-20	2.25	17.40

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

4.4.2. 通胀高企，预期加息影响有限

通胀水平创近 40 年新高，预期加息难以对通胀产生本质性影响。过去 40 年，美国的 CPI 同比增速多在 2%-4% 的区间中波动，而在 2022 年 1 月，美国 CPI 同比增速上涨至 7.5%，触及近 40 年内最高水平。结合历史上美联储加息对通胀情况的影响，预计在本次通胀水平较为严重的情况下，美国的加息政策将难以对当前的高通胀形势产生影响。

图表 67. 美国当前通胀情况正处 40 年高峰



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

美联储加息对通胀影响有限，历史数次加息并未降低 CPI 增速。在过去 6 次加息期间，美国的 CPI 同比增速均持续上行，加息政策并未有效缓解通货膨胀的问题。具体来看，6 次加息期间美国 CPI 的同比增速分别提高了 0.7pct、4.0pct、0.3pct、1.1pct、1.0pct 和 1.7pct，加息结束后的 CPI 同比增速分别为 4.3%、5.1%、2.8%、3.1%、4.3%、2.2%。6 次加息的历史数据表明，加息或对通胀影响有限。

图表 68. 加息并未使得美国通胀情况好转

	开始时 CPI 同比 %	结束时 CPI 同比 %	CPI 同比增速变动 %
第一次加息	3.60	4.30	0.70
第二次加息	1.10	5.10	4.00
第三次加息	2.50	2.80	0.30
第四次加息	2.00	3.10	1.10
第五次加息	3.30	4.30	1.00
第六次加息	0.50	2.20	1.70

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

4.4.3. 加息预期提前消化，利空因素逐步释放

黄金市场流动性较高，历次加息落地多伴随风险情绪释放。作为全球参与的市场，黄金具有流动性大的特点，因此市场预期在黄金市场中扮演着较为重要的角色。在美联储宣布正式加息以前，黄金价格通常会因为市场对于加息的预期而出现下跌，而当加息实际落地时黄金价格通常会有所上行。回顾过去的 6 次加息，可以看到黄金在美联储加息的前一年、半年以及一个月内的平均涨跌幅分别为 10.37%、-0.99%以及-1.32%；而后一年、半年以及一个月内的平均涨跌幅分别为 6.67%、7.81%以及 0.02%，市场抢跑效应明显，多数情况下加息后一年内黄金涨幅明显。

图表 69. 加息落地往往伴随黄金价格反弹

黄金价格涨跌幅	开始前一年	前半年	前一个月	后一个月	后半年	后一年
第一次加息	29.33%	3.69%	-5.23%	4.91%	-2.73%	-6.22%
第二次加息	22.83%	17.14%	3.78%	-0.72%	11.09%	21.01%
第三次加息	17.61%	-3.99%	-1.87%	-2.32%	-2.58%	-2.71%
第四次加息	-11.16%	-8.42%	-3.11%	-1.79%	10.69%	10.95%
第五次加息	13.70%	-5.38%	-0.38%	-1.40%	11.08%	11.41%
第六次加息	-10.08%	-8.95%	-1.08%	1.46%	19.33%	5.54%
平均	10.37%	-0.99%	-1.32%	0.02%	7.81%	6.67%

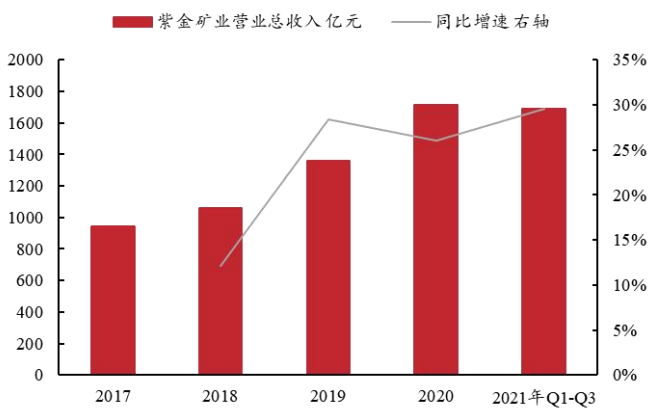
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

5. 相关标的

5.1. 紫金矿业

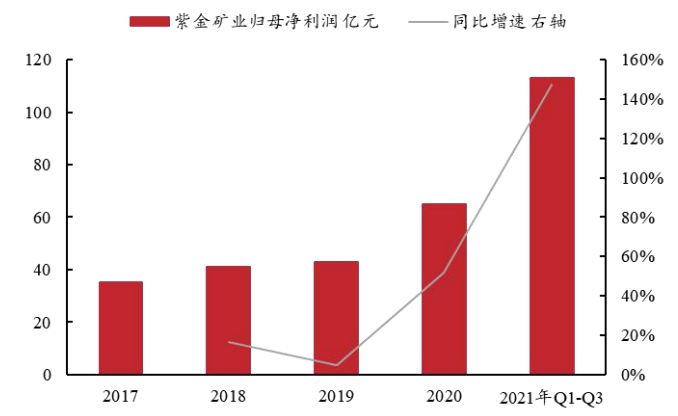
紫金矿业在多个金属行业中地位领先, 业绩增速逐年上升。在黄金业务方面, 根据《2020 中国矿产资源报告》, 全国金储量 14126.1 吨, 2020 年公司金资源储量约 2334 吨, 相当于国内总量的 16.52%; 根据中国黄金协会披露, 全国矿产金产量 301.69 吨, 公司矿产金产量 40.51 吨, 相当于国内总量的 13.43%。业绩方面, 公司近年来的业绩增速呈现出了逐步上行的趋势, 2021 年 1-3 季度公司累计实现营业收入 1689.8 亿元, 同比增长 29.5%; 1-3 季度公司累计实现归母净利润 113.0 亿元, 同比增长 147.2%。

图表 70. 紫金矿业 2021 年 Q1-Q3 营业总收入 1689.8 亿元



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 71. 紫金矿业 2021 年 Q1-Q3 归母净利润 113.0 亿元

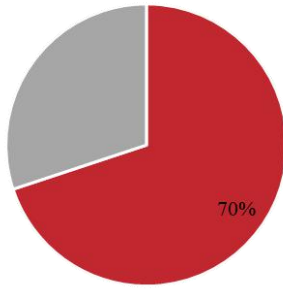


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

黄金业务在紫金矿业营业收入中的占比较大。从业务构成来看, 黄金业务在紫金矿业营业收入中的占比为 69.9%, 在毛利润中的占比为 37.5%。黄金价格变动对于紫金矿业的业绩影响较大。

图表 72. 紫金矿业 2020 年黄金业务营收占比 70%

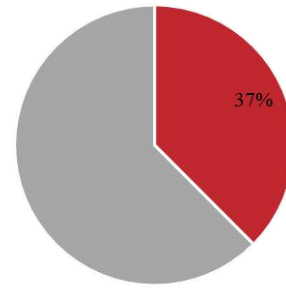
■ 黄金业务营收占比 ■ 其他业务营收占比



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 73. 紫金矿业 2020 年黄金业务毛利占比 37%

■ 黄金业务毛利占比 ■ 其他业务毛利占比



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

紫金矿业自有多家矿山，布局分散，主要产品包括金、铜、锌，矿产资源丰富。紫金矿业的主要矿山多达 19 个，其中金矿、铜矿、锌矿、混合型矿山的数量分别为 6 个、6 个、3 个和 4 个，布局分散。大多数矿山都有较为丰富的矿产储量，为紫金矿业的开采冶炼奠定基础。2020 年紫金矿业的金、银、铜、铁、锌的年产量分别为 40.5 吨、299 吨、45.3 万吨、37.8 万吨、387 万吨，产业结构完整。

图表 74. 紫金矿业主要矿山储量情况

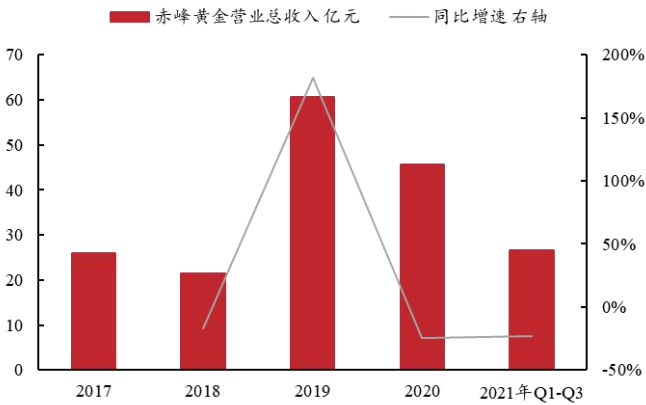
矿山名称	主要产品	储量	品位
波格拉金矿	金	154 吨	4.77 克/吨
武里蒂卡金矿	金	118 吨	6.98 克/吨
奥罗拉金矿	金	70 吨	2.7 克/吨
其他金矿	金	199 吨	-
卡莫阿铜矿	铜	1134 万吨	4.63%
塞尔维亚紫金铜业	铜	457 万吨	0.38%
驱龙铜矿	铜	421 万吨	0.39%
其他铜矿	铜	323 万吨	-
庙沟-三贵口铅锌矿	锌	121 万吨	2.3%
乌拉根铅锌矿	锌	237 万吨	1.86%
其他锌矿	锌	134 万吨	-

资料来源: 紫金矿业公司公告, 东亚前海证券研究所

5.2. 赤峰黄金

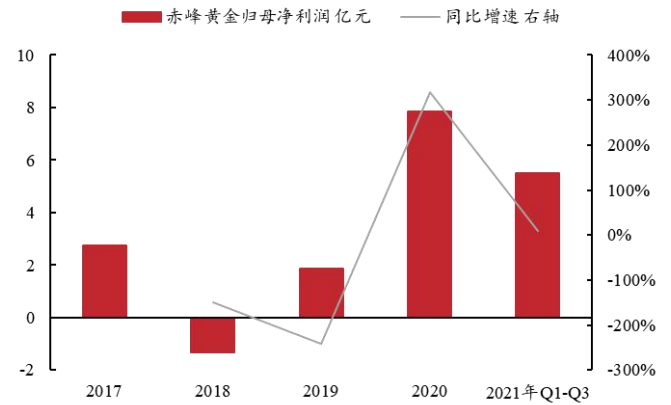
公司主营黄金及资源综合回收等业务，业绩增长稳健。2020 年，公司贯彻“以金为主”的发展战略，全年公司累计生产矿产金 4.59 吨，电解铜 3.97 万吨。业绩方面，公司 2021 年前三季度业绩增速有所放缓，2021 年 1-3 季度公司累计实现营业收入 26.7 亿元，同比下滑 23.5%；1-3 季度公司累计实现归母净利润 5.5 亿元，同比提升 8.7%。

图表 75. 赤峰黄金 2021 年 Q1-Q3 营业总收入 26.7 亿元



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

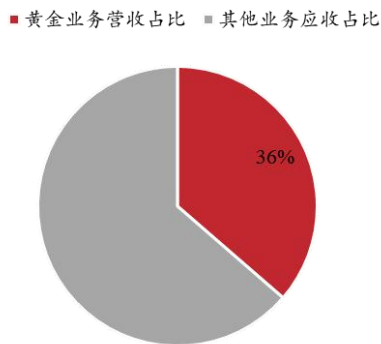
图表 76. 赤峰黄金 2021 年 Q1-Q3 归母净利润 5.5 亿元



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

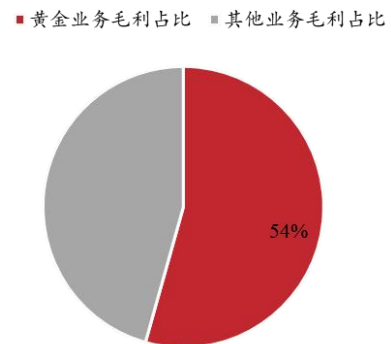
黄金业务在赤峰黄金毛利润中的占比较大。从业务构成来看, 黄金业务在赤峰黄金营业收入中的占比为 36.4%, 在毛利润中的占比为 54.4%。

图表 77. 赤峰黄金 2020 年黄金业务营收占比 36%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 78. 赤峰黄金 2020 年黄金业务毛利占比 54%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

赤峰黄金拥有多项采矿权和探矿权, 黄金矿山分布于全国重点成矿带。赤峰黄金自有四个金矿, 其中吉隆矿业的金矿品位高达 16.29g/吨。截至 2017 年底, 赤峰黄金共有 8 项采矿权和 12 项探矿权, 已提交国土资源管理部门评审备案的黄金资源储量约 55.75 吨, 矿区面积 57.82km²。公司黄金矿山位于全国重点成矿带, 有利于公司未来进一步获取更多矿产资源, 提高产量。

图表 79. 赤峰黄金主要矿山储量情况

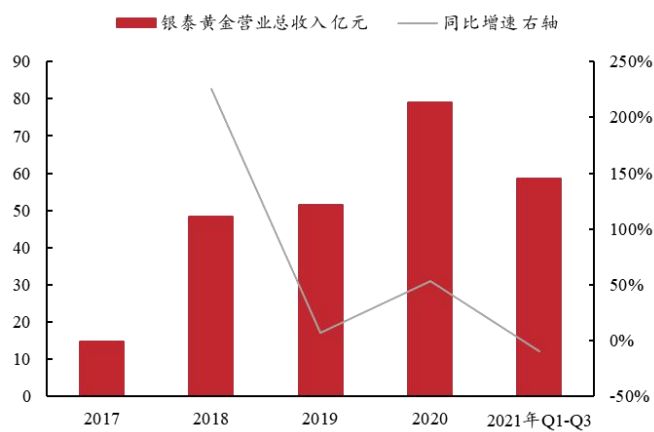
矿山名称	主要产品	储量 (矿石量)	产量 (矿石量)	品位
吉隆矿业	金	48.25 万吨	12 万吨	16.29 克/吨
华泰矿业	金	293.43 万吨	18.89 万吨	7.37 克/吨
五龙矿业	金	142.83 万吨	10 万吨	7.67 克/吨
万象矿业	金	2700 万吨	-	3.8 克/吨

资料来源：赤峰黄金公司公告，东亚前海证券研究所

5.3. 银泰黄金

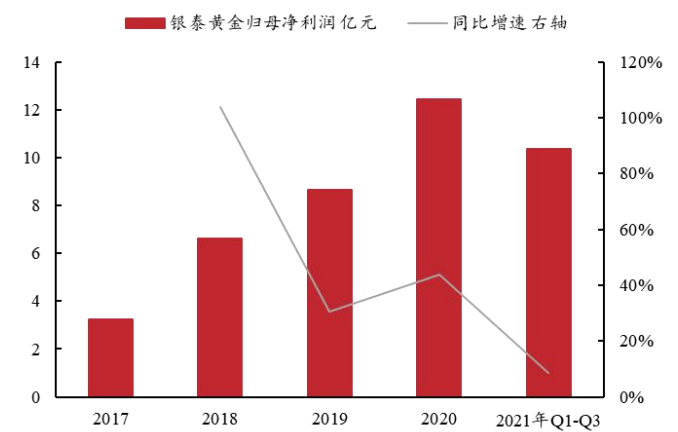
公司主要从事贵金属和有色金属采选贸易，业绩情况持续提升。根据中国黄金协会数据，公司矿产金产量在中国黄金上市企业中排名第五，公司也是黄金矿山中毛利率较高的矿企之一。从产量看，2020 年公司累计实现合质金 6.11 吨，矿产品银 156.01 吨。业绩方面，公司 2021 年前三季度业绩稳健增长，2021 年 1-3 季度公司累计实现营业收入 58.5 亿元，同比下滑 9.2%；1-3 季度公司累计实现归母净利润 10.4 亿元，同比提升 8.6%。

图表 80. 银泰黄金 2021 年 Q1-Q3 营业总收入 58.5 亿元



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 81. 银泰黄金 2021 年 Q1-Q3 归母净利润 10.4 亿元

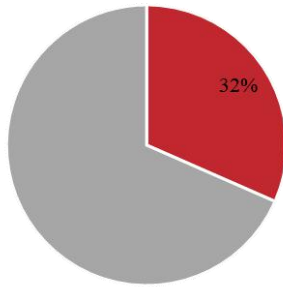


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

黄金业务在银泰黄金毛利润中的占比较大。从业务构成来看，黄金业务在银泰黄金营业收入中的占比为 31.6%，在毛利润中的占比为 74.7%。

图表 82. 银泰黄金 2020 年黄金业务营收占比 32%

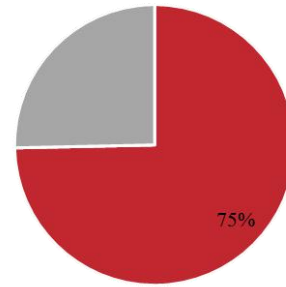
■ 黄金业务营收占比 ■ 其他业务营收占比



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 83. 银泰黄金 2020 年黄金业务毛利占比 75%

■ 黄金业务毛利占比 ■ 其他业务毛利占比



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

银泰黄金的矿产资源储量以金矿为主，矿石品位高。银泰黄金自有四个矿山，分别是三个金矿和一个多金属矿山，三个金矿的黄金储量共 194.5 吨。公司旗下的金矿均为品位较高的矿山，在有色金属价格受国际经济环境影响剧烈波动的情况下，具有很强的抗风险能力。其中，黑河银泰东安金矿是国内品位最高、最易选冶的金矿之一。

图表 84. 银泰黄金主要矿山储量情况

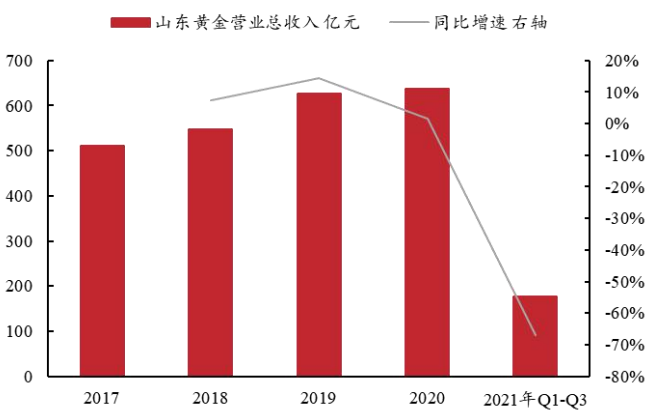
矿山名称	主要产品	储量 吨	产量 吨	品位
黑河银泰	金	15.09	2.54	9.63 克/吨
	银	125.87	12.77	64.21 克/吨
吉林板庙子	金	25.07	1.92	3.34 克/吨
青海大柴旦	金	53.69	2.04	2.88 克/吨
	银	1697.45	-	78.7 克/吨
玉龙矿业	铅	509400	-	2.49%
	锌	63500	-	0.33%
	铜	18200	-	0.09%

资料来源：银泰黄金公司公告，东亚前海证券研究所

5.4. 山东黄金

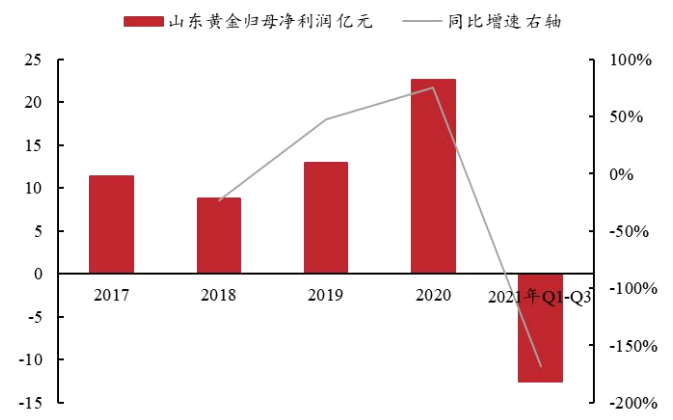
公司专注黄金开采、选冶等业务，2021 年受外部影响业绩有所下滑。公司坚持对标世界领先黄金企业，不断拓展全球化布局。2020 年，公司矿产金产量 37.80 吨，因受新冠肺炎疫情影响，同比下降 2.32 吨，降幅 5.78%，尽管产量有所下滑但公司仍保持行业领先地位。业绩方面，2021 年公司经营出现了一定亏损，2021 年 1-3 季度公司累计实现营业收入 177 亿元，同比下滑 67.0%；1-3 季度公司累计实现归母净利润-12.5 亿元，同比下滑 168.1%。公司 2021 年的亏损主要受山东省内矿山安全检查影响，前三季度公司黄金产量同比下降约 45%。

图表 85. 山东黄金 2021 年 Q1-Q3 营业总收入 177 亿元



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 86. 山东黄金 2021 年 Q1-Q3 归母净利润-12.5 亿元

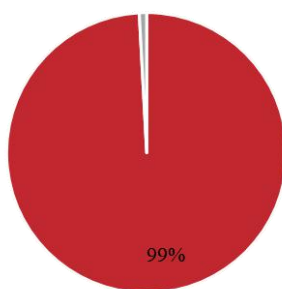


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

黄金业务在山东黄金经营结构中的占比较大。从业务构成来看, 黄金业务在山东黄金营业收入中的占比为 99.2%, 在毛利润中的占比为 96.2%。

图表 87. 山东黄金 2020 年黄金业务营收占比 99%

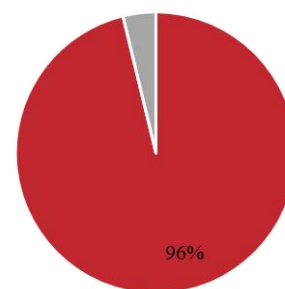
■ 黄金业务营收占比 ■ 其他业务营收占比



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 88. 山东黄金 2020 年黄金业务毛利占比 96%

■ 黄金业务毛利占比 ■ 其他业务毛利占比



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

山东黄金的矿产资源类型以金矿为主, 产量较高。目前山东黄金共有 13 个矿山, 其主要产品均为黄金, 矿产资源高度集中, 黄金的价格上升对山东黄金的市值有直接的影响。与其他标的相比, 山东黄金的矿山产量较高, 三山岛金矿、新城金矿和贝拉德罗金矿在 2020 年的产量分别为 6.5 吨、4.1 吨和 6.4 吨。公司所属焦家金矿、玲珑金矿和三山岛金矿在全国相继率先实现累计黄金产量过百吨, 充分发挥其规模化优势。

图表 89. 山东黄金主要矿山储量情况

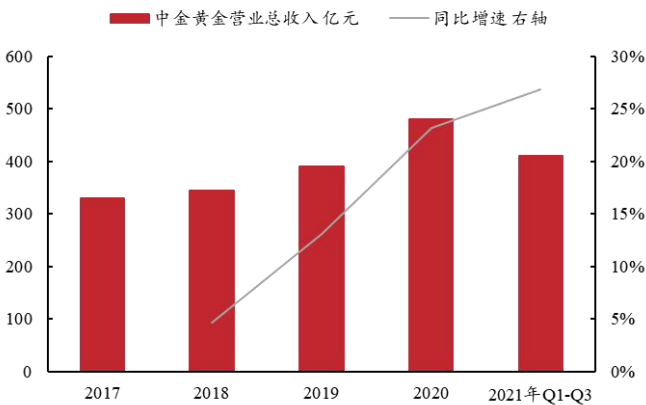
矿山名称	主要产品	储量(矿石量)	产量 吨	品位
三山岛金矿	金	1935 万吨	6.5	3.03 克/吨
新城金矿	金	2546 万吨	4.1	3.13 克/吨
贝拉德罗金矿	金	21589 万吨	6.4	0.75 克/吨
其他金矿	金	2922 万吨	17.0	-

资料来源：山东黄金公司公告，东亚前海证券研究所

5.5. 中金黄金

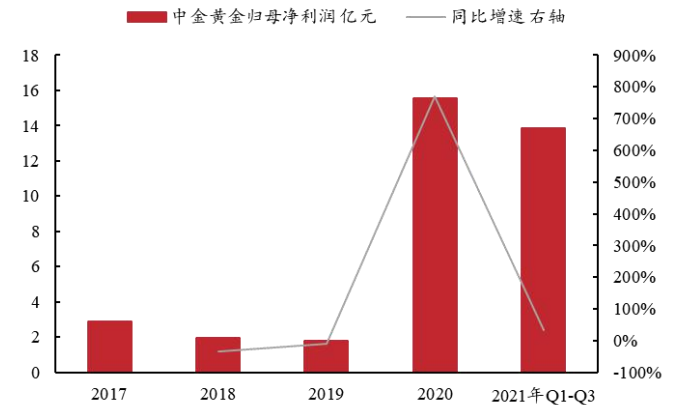
公司是国有黄金龙头公司，近年来业绩增长显著。公司正在大力实施探矿增储，稳定矿山现有产能。从产量看，2020 年公司全年生产精炼金 70.40 吨，矿产金 21.74 吨，冶炼金 40.29 吨，矿山铜 8.12 万吨，电解铜 33.69 万吨。业绩方面，公司 2021 年经营业绩稳健增长，2021 年 1-3 季度公司累计实现营业收入 410.3 亿元，同比提升 26.8%；1-3 季度公司累计实现归母净利润约 13.9 亿元，同比提升 33.7%。

图表 90. 中金黄金 2021 年 Q1-Q3 营业总收入 410.3 亿元



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 91. 中金黄金 2021 年 Q1-Q3 归母净利润 13.9 亿元

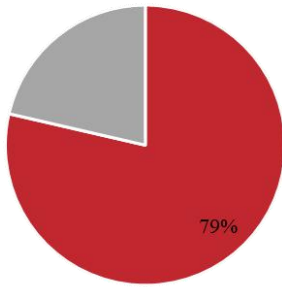


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

黄金业务在中金黄金经营结构中的占比较大。从业务构成来看，黄金业务在中金黄金营业收入中的占比为 78.6%，在毛利润中的占比为 68.4%。

图表 92. 中金黄金 2020 年黄金业务营收占比 79%

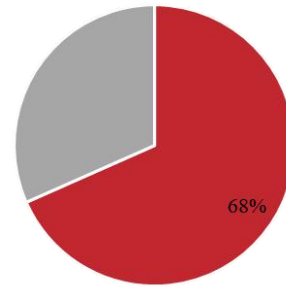
■ 黄金业务营收占比 ■ 其他业务营收占比



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 93. 中金黄金 2020 年黄金业务毛利占比 68%

■ 黄金业务毛利占比 ■ 其他业务毛利占比



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

中金黄金的矿山布局较广，矿产资源涉及多个种类，矿山数量明显高于其他标的。中金黄金的矿产资源布局广泛，矿产资源丰富，在国内有 33 个矿山，主要产品以黄金为主，同时还生产铜、铁、钼等金属材料。公司大力推进“资源生命线”战略，拥有的矿山大都分布于全国重点成矿区带，位置好，潜力大，有进一步获取资源的优势。

图表 94. 中金黄金主要矿山储量情况

矿山名称	主要产品	储量(资源量)	储量(可采储量)	产量	品位
河南金源黄金矿业有限责任公司	金	40.32 吨	29.35 吨	1.36 吨	2.5 克/吨
嵩县金牛有限责任公司	金	47.05 吨	21.78 吨	1.10 吨	2.05 克/吨
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	金	38.94 吨	30.29 吨	1.82 吨	3.37 克/吨
湖北三鑫金铜股份有限公司	金	35.13 吨	35.13 吨	1.47 吨	1.92 克/吨
	铜	30.44 万吨	30.43 万吨	1.33 万吨	1.67%
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	金	2.36 吨	1.23 吨	0.15 吨	1.05 克/吨
	铜	9857 吨	9796 吨	1500 吨	0.78%
安徽太平矿业有限公司	铁	2762.58 万吨	2753.39 万吨	12.48 万吨	46.71%
	金	8.30 吨	0.08 吨	0.07 吨	0.57 克/吨
	铜	3.29 万吨	1.59 万吨	284.27 吨	0.58%
中国黄金集团内蒙古矿业有限公司	钼	50.21 万吨	49.41 万吨	6978 吨	0.04%
	铜	209.02 万吨	116.91 万吨	6.50 吨	0.24%
其他金矿	金	336.68 吨	306.55 吨	16.80 吨	-

资料来源: 中金黄金公司公告, 东亚前海证券研究所

6. 风险提示

国际地缘政治变化: 当前黄金价格中部分反应了乌克兰问题等地缘政治因素，若未来国际政治形势好转，黄金上行动力将有所放缓。

大宗商品价格异常波动：大宗商品价格间接可反应通胀水平，未来大宗商品价格大幅下滑或将诱发金价波动。

宏观经济政策变化：未来美国等主要经济体若采取较为激进的紧缩政策，则或将在一定程度上对金价产生抑制。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>